

MAR.2017



SK INDUSTRY ANALYSIS

스몰캡 핫이슈

산업 기자재, 수주 증가가 기대된다

SK증권 스몰캡팀. 이지훈, 서충우, 나승두 | 3773-8880, sa75you@sk.com



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8890

산업(플랜트) 기자재 동향

중동 지역을 중심으로 산업 플랜트 수주 소식이 이어지고 있습니다. 여타 대규모 프로젝트에도 국내 기업이 컨소시엄 형태로 참여하고 있어 추가 수주에 대한 기대감과 가능성도 높은 상황입니다. 이에 'SK 증권 스몰캡팀'에서는 산업 플랜트 수주 이후 모멘텀 발생 가능성이 높은 기자재 관련 기업들의 현황을 파악해 보았습니다.



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sk.com

02-3773-9005

기업분석

태웅	체질 개선은 완료, 수확의 시기가 도래하고 있다
성광벤드	수주환경의 긍정적 변화
대양전기공업	업황에 굴하지 않는 안정적 수익성
하이록코리아	차분히 여명을 맞이할 시점
비에이치아이	실적회복의 원년이 될 것이다
한솔신택	CFBC 보일러가 끌고, 수선/정비사업이 밀고!
한라 IMS	향후 5 년이 기대된다
세진중공업	누구보다 빠른 반등이 가능하다



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

추가 수주 가능성 높은 플랜트, 그리고 기자재

최근 중동지역을 중심으로 산업 플랜트 수주 기대감이 높아지고 있다. 지난해 말 이란의 이스파한 정유공장을 시작으로 현대건설의 사우스파 석유화학 플랜트 등 국내 건설사의 낭보가 이어졌다. 오만 두쿰 정유 프로젝트, 바레인 밥코 정유 현대화 시설 등 대규모 프로젝트에 국내 기업이 컨소시엄 형태로 참여하고 있어 추가 수주 가능성도 높은 상황이다.

현재는 정유 플랜트가 주를 이루고 있다. 그러나 오일메이저들의 이익이 증가하면서 설비투자 증설에 따른 석유화학 플랜트 발주 가능성도 높은 상황이다. 국제 유가의 급격한 상승은 없을 테지만, 안정된 추세를 유지할 것으로 예상되기 때문이다. 조선/해양 플랜트도 지난해와 같은 수주절벽은 없을 것으로 전망된다. 해양 환경규제 강화와 LNG 수출 증가, 지연되었던 해양플랜트 발주가 재개되기 때문이다.

(※ SK 증권 - 2017년 건설, 메가 사이클을 눈앞에 두다 / 김세련, 2017.03.27 참조)

이에 따라 산업 플랜트 기자재에 대한 시장의 관심도 높아지고 있다. 이러한 배경을 바탕으로 SK 증권은 정유, 석유화학, 발전, 조선/해양 플랜트 관련 주요 기자재 업체에 대한 탐방을 실시하였다.

결론은 3 가지다. 첫째, 신규 수주의 변화가 나타나고 있다. 물론 방향성은 상방이다. 둘째, 대부분의 업체가 실적 저점을 확인했거나 통과하고 있는 것으로 파악된다. 셋째, 업황 부진 지속과 이에 따른 한계기업의 퇴출 또는 구조조정으로 인해 경쟁구도가 약화된 상황이다.

탐픽으로는 신규 제강설비가 본궤도에 오른 태웅과 정유 플랜트의 직접적 수혜가 있는 성광벤드, 밸류에이션 매력이 부각되는 대양전기공업을 제시한다. 수주모멘텀을 보유한 비에이치아이, 한라IMS도 관심이 필요한 종목이다.

국내 건설사 해외 입찰 프로젝트 정리

회사	금액	비고
현대건설		
사우디 에탄크래커	7억달러	
사우디 정유공사	10~20억달러	
에콰도르 정유	40억달러	
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	현대건설+대림산업 컨소시엄 (Package 2)
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	현대건설+대우건설+플루어 컨소시엄 (Package 3)
UAE Oil Field 개발 공사_필드부분	12억달러	
Al Zour 북부 Power Plant	17억달러	
Solar Combined Power Plant	40억달러	현대건설
GS건설		
보츠나와 전력 프로젝트	6.5억달러	
가봉 Refinery	15억달러	
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	GS건설+JGC 컨소시엄 (Package 2)
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	GS건설+JGC+사이팜 컨소시엄 (Package 2)
UAE 중질유 처리시설	25억달러	
UAE Oil Field 개발 공사_기타부분	38억달러	
UAE Bab Integrated Expansion	30억달러	
대우건설		
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	대우건설+TR 컨소시엄 (Package 1)
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	현대건설+대우건설+플루어 컨소시엄 (Package 3)
사우디 신도시 프로젝트	미정	
대림산업		
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	현대건설+대림산업 컨소시엄 (Package 2)
삼성엔지니어링		
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	삼성ENG+치요다+페트로팩 컨소시엄 (Package 1)
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	삼성ENG+테크립+TR 컨소시엄 (Package 3)
UAE 중질유 처리시설	25억달러	
UAE Oil Field 개발 공사_기타부분	38억달러	

자료: 각 사, SK 증권

주: 총 프로젝트 금액이며, 같은 Package 끼리 입찰 경쟁

건설 - 2017년 건설, 메가 사이클을 눈앞에 두다(김세련, 2017-03-27) 참조

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
이지훈
sa75you@sk.com
02-3773-8880

Company Data

자본금	91 억원
발행주식수	2,001 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,172 억원
주요주주	
태웅홀딩스(외6)	53.85%
신영자산운용(외3)	6.51%
외국인지분률	4.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/03/27)	25,300 원
KOSDAQ	607.07 pt
52주 Beta	1.61
52주 최고가	30,500 원
52주 최저가	16,750 원
60일 평균 거래대금	20 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.0%	5.1%
6개월	2.8%	16.9%
12개월	49.9%	70.6%

태웅 (044490/KQ | 매수(신규편입) | T.P 33,000 원(신규편입))

체질 개선은 완료, 수확의 시기가 도래하고 있다

단조사업의 수주증가, 제강설비의 가동 본격화로 수익개선이 예상된다. 수익개선은 2011년 이후 6년 만이다. 2017년 매출액은 전년대비 24.5% 증가한 4,010 억원, 영업이익은 135.7% 증가한 305 억원이 전망된다. 원재료 구입비 절감 등 제강사업부의 수익기여는 하반기부터 반영되며, 생산량이 증가하는 2018년부터는 연간 비용절감효과가 420 억원에 달할 것이다. 목표주가는 PBR 1.0 배를 적용하여 33,000 원으로 제시한다.

제강설비, 본궤도 안착

제강설비가 본궤도에 안착하고 있다. 3월 현재 가동률이 50%까지(2 조 2 교대) 높아지면서 정상화의 그림이 예상보다 빠르게 진행되고 있다. 기존에 보유하고 있던 재고가 소진되는 5월부터는 자체 원재료를 사용한 제품생산이 가능할 전망이다. 이에 따라 원재료 자체 조달에 따른 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 수익개선 효과는 연 생산량 40 만톤 기준으로 420 억원에 달할 것으로 예상된다.

단조부문, 완만한 성장

단조사업부는 완만한 성장이 예상된다. 업계내 구조조정이 진행된 가운데 전방산업의 점진적인 회복이 예상되기 때문이다. 미국의 생산세액공제(PTC)가 2020년까지 연장되면서 풍력부문 수주는 안정적인 것이다. 조선과 원자력은 다소 정체국면이지만 산업플랜트 수요는 회복이 예상된다. 특히 중동지역을 중심으로 한 정유플랜트 발주재개에 따른 물량 증가가 기대된다. 금년도 신규수주는 전년대비 15% 증가한 3,300 억원을 넘어설 것으로 전망된다.

투자의견 매수, 목표주가 33,000 원을 제시하며 신규편입

단조사업부의 수주증가와 제강설비의 가동 본격화로 수익개선이 예상된다. 수익개선은 2011년 이후 6년 만이다. 2017년 매출액은 전년대비 19.2% 증가한 4,010 억원, 영업이익은 135.7% 증가한 305 억원이 전망된다. 원재료 구입비 절감 등 제강사업부의 수익기여는 하반기부터 반영되며, 생산량이 증가하는 2018년부터는 연간 비용절감효과가 420 억원에 달할 것이다. 목표주가는 PBR 1.0 배를 적용하여 33,000 원으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	4,115	3,653	3,220	4,010	4,780	5,320
yoy	%	0.3	-11.2	-11.9	24.5	19.2	11.3
영업이익	억원	83	61	129	305	486	602
yoy	%	-18.3	-26.7	112.5	135.7	59.4	23.9
EBITDA	억원	198	175	291	1,240	1,360	1,392
세전이익	억원	86	101	169	328	514	632
순이익(지배주주)	억원	70	78	140	248	390	479
영업이익률%	%	2.0	1.7	4.0	7.6	10.2	11.3
EBITDA%	%	4.8	4.8	9.0	30.9	28.5	26.2
순이익률	%	1.7	2.1	4.3	6.2	8.2	9.0
EPS	원	385	429	764	1,242	1,948	2,394
PER	배	43.1	37.3	29.4	20.8	13.3	10.8
PBR	배	0.5	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	9.3	14.8	15.8	4.4	3.7	3.1
ROE	%	1.3	1.4	2.3	3.8	5.7	6.6
순차입금	억원	-1,186	-345	412	283	-173	-884
부채비율	%	32.9	47.8	54.0	60.1	61.6	58.5

제강설비, 본궤도 안착

제강설비 본궤도 안착, 가동률 50%까지 상승

제강설비가 본궤도에 안착하고 있다. 3월 현재 가동률이 50%까지(2조 2교대) 높아지면서 정상화의 그림이 예상보다 빠르게 진행되고 있다. 기존에 보유하고 있던 재고가 소진되는 5월부터는 자체 원재료를 사용한 제품생산이 가능할 전망이다. 이에 따라 원재료 자체 조달에 따른 수익성 개선이 본격화될 전망이다.

연간 최대 생산능력 70만톤, 감가상각비는 150억원

신규설비의 총 투자규모는 4,500억원이다. 토지 매입비 664억원을 비롯해 건물 1,300억원, 기계장치 1,500억원 등에 사용된다. 120톤 규모의 전기로, 지름 1m의 라운드블룸(Round Bloom)을 생산할 수 있는 설비를 갖추었다. 투자완료시 생산능력은 라운드블룸과 인고트를 합하여 70만톤에 달할 것으로 전망된다. 제강사업부의 연간 감가상각비는 150억원(건물 30년, 구축물 15년, 기계 장치 10~20년 등)이다.

2017년 생산량 30만톤 상회, 2018년에는 50만톤까지 증가할 전망

2017년 생산량은 30만톤을 소폭 상회할 것이다. 지난해 원재료 사용량이 30만톤(제품생산량은 20만톤)임을 감안할 때 금년 생산분의 대부분은 자체 조달용으로 쓰일 것이다. 2018년에는 생산량이 50만톤에 달할 것으로 전망된다. 외부판매와 자회사인 태상(다대공장 및 신규공장인 미음공장)의 소요량이 최소 20만톤을 넘어서기 때문이다.

제강공장



자료: 태웅

세계 최대 라운드 블룸



자료: 언론자료

**수익개선 효과는 연간 40 만톤
기준으로 420 억원에 달해**

수익개선 효과는 연 생산량 40 만톤 기준으로 420 억원에 달할 것으로 예상된다. 절감 비용(회사측이 목표로 하는 절감비용 710 억원을 80%만 반영)과 감가상각비 150 억원을 고려한 수치이다. 주요 비용절감 항목에는 원소재 구입 마진 절감효과 361 억원, 원재료 운송에 따른 운반비 및 기타 부대 물류비용 감소 180 억원, 라운드 블룸 사용에 따른 원소재 회수율 증대 242 억원, 열간 이송(원재료의 고온 상태를 유지한 채 이송)을 통한 가열연료 및 전기 사용량의 증가 118 억원 등이 있다.

절감 내역

부문	절감내역
구입마진절감 (원소재)	- 원소재 구입마진 절감: 400,000ton/년 * 1,290/kg * 0.07 = 361억원/년 - 전체 매출 대비 원소재 비율은 65%
물류비용절감	- 원재료 운송에 따른 운반비 및 기타 부대 물류비용(180억원/년) - 해외 75,000원/ton * 25만톤, 국내 25,000원/ton * 15만톤
원소재 회수율 증대 (Ingot, Bloom)	- Bloom생산을 통한 Ingot, Slab대비 회수율 증가 - 적정 Ingot생산을 통한 회수율 증대 - 회수율 증대로 인한 절감(소재 절감량 * 소재구매 평균단가) = 242억원/년
가열 연료 절감	- 냉괴보다 가열연료 및 전기 사용량 절감(연료비 35% 감소) - 가열연료비 절감: 400,000ton/년, 열간 이송 50% 가정시 118억원/년
품질비용 절감	- 원소재 불량 발생 비율 하락(13억원/년) - 소재불량 절감: 23.6억원(연간 불량비용) * 54.6%(소재관련 불량률)
유통마진 절감	- 제강의 원소재인 고철을 재투입함으로써 수집상 마진 절감 - 유통마진 절감은 14억원/년
비용 절감 합계	- 711억원/년

자료: 태웅

단조사업, 완만한 성장

단조사업부는 완만한 성장 예상,
업계 경쟁강도 약화 + 신규수주
회복

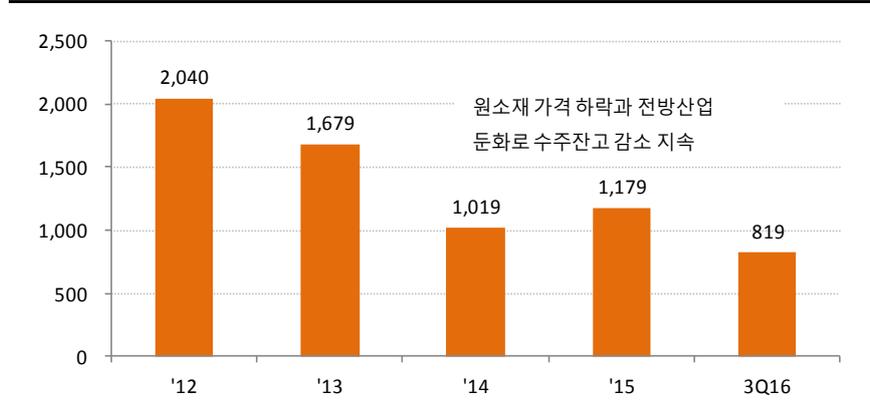
단조사업부는 완만한 성장이 예상된다. 업계내 구조조정이 진행된 가운데 전방산업의 점진적인 회복이 예상되기 때문이다. 미국의 생산세액공제(PTC, 생산량에 따른 세금 감면)가 2020년까지 연장되면서 풍력부문 수주는 안정적인 것이다. 경제성을 확보한 발전단가, 신재생에너지에 대한 각국의 투자증가는 진행형이다. 조선과 원자력은 다소 정체국면이지만 산업플랜트 수요는 회복이 예상된다. 특히 중동지역을 중심으로 정유플랜트 발주재개에 따른 물량 증가가 기대된다.

신규수주도 반등 예상

신규수주도 반등이 예상된다. 주요 전방산업의 수요둔화와 원소재 가격 하락으로 신규 수주는 지속적인 감소를 면치 못했다. 2013년 4,111억이었던 신규수주가 지난해에는 2,700억원까지 하락한 상황이다. 그러나 최근 탄소강 등 주요 원소재 가격이 바닥을 확인하였고 플랜트를 중심으로 신규수주도 회복되는 양상이다. 금년도 신규수주는 전년 대비 15% 증가한 3,300억원을 넘어설 것으로 전망된다.

수주잔고 추이

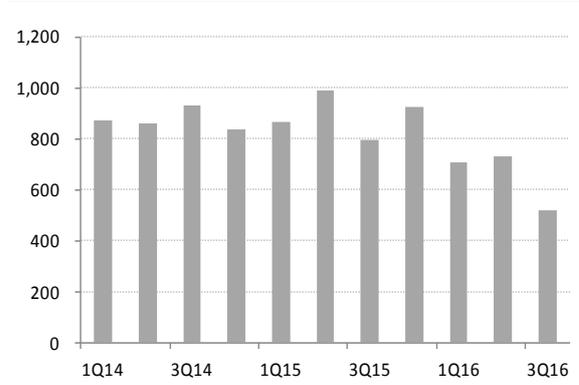
(단위 : 억원)



자료 : 태웅

분기 신규수주 추이

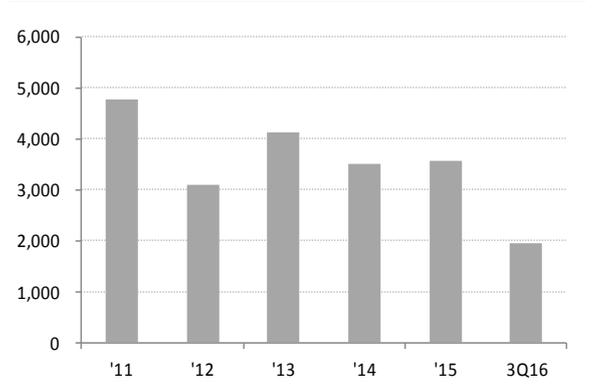
(단위 : 억원)



자료 : 태웅

연간 신규수주 추이

(단위 : 억원)



자료 : 태웅

실적 및 밸류에이션

목표주가 33,000 원, 제강설비
가동에 따른 비용절감 효과와
전방산업 회복에 따른 수주증가로
실적개선에 지속될 것

단조사업부의 수주증가와 제강설비의 가동 본격화로 수익개선이 예상된다. 수익개선은 2011년 이후 6년 만이다. 2017년 매출액은 전년대비 19.2% 증가한 4,010억원, 영업이익은 135.7% 증가한 305억원이 전망된다. 원재료 구입비 절감 등 제강사업부의 수익기여는 하반기부터 반영되며, 생산량이 증가하는 2018년부터는 연간 비용절감효과가 420억원에 달할 것이다. 원재료도 바닥을 확인하고 상승하고 있어 ASP 상승도 기대해 볼 만하다. 목표주가는 PBR 1.0 배를 적용하여 33,000원으로 제시한다. 제강설비 가동에 따른 비용절감 효과와 전방산업 회복에 따른 수주증가로 실적개선은 지속될 전망이다.

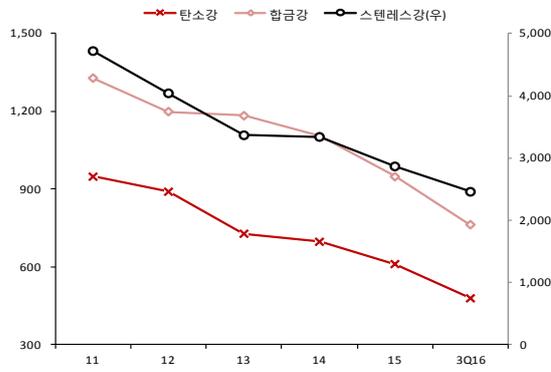
글로벌 Peer Valuation 비교

구분	년도	Vestas (대만)	Gamesa (대만)	씨에스윈드 (112610.KS)	태광 (023160.KQ)	동국S&C (100130.KQ)	성광벤드 (014620.KQ)
주가(Local)		551	22	18,000	9,250	6,010	10,400
사기총액(USDmn)		17,790	6,644	279	220	308	267
매출액 (USDmn, 억원)	2014	9,180	3,781	3,292	2,716	2,031	2,920
	2015	9,350	3,889	2,971	2,745	2,113	2,499
	2016E	11,040	4,854	3,017	2,448	3,839	2,012
	2017E	10,766	5,516	2,655	2,214	4,486	2,240
영업이익 (USDmn, 억원)	2014	806	241	688	121	126	537
	2015	1,006	358	364	179	152	228
	2016E	1,520	490	172	37	256	33
	2017E	1,423	607	253	35	462	83
P/E (x)	2014	17.0	20.3	6.8	33.5	16.2	9.0
	2015	20.9	24.6	20.2	15.5	11.7	12.7
	2016E	16.4	20.6	11.8	27.7	20.1	-
	2017E	16.4	17.5	12.1	62.7	9.6	38.9
P/B (x)	2014	2.8	1.5	1.4	0.7	0.7	0.9
	2015	4.9	2.9	1.2	0.6	1.0	0.5
	2016E	4.8	3.5	0.8	0.5	1.2	0.6
	2017E	4.4	3.3	1.0	0.6	-	0.6
ROE (%)	2014	20%	8%	26.4	2.1	4.8	10.0
	2015	26%	12%	6.9	3.8	9.3	4.2
	2016E	31%	17%	-4.9	1.8	5.7	-0.2
	2017E	28%	17%	-	-19.1	-	1.6

자료 : Bloomberg, SK 증권

원재료 가격 추이(연간)

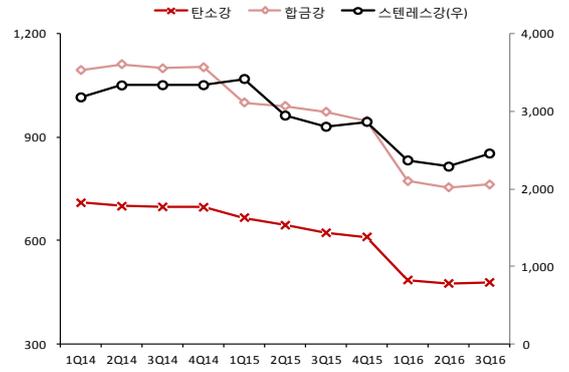
(단위 : kg/원)



자료 : 태웅

원재료 가격 추이(분기)

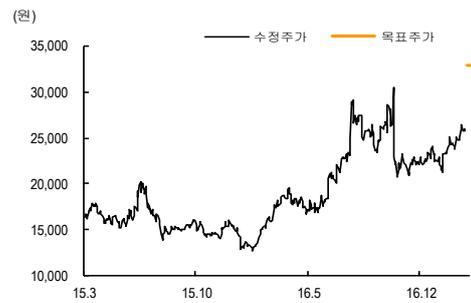
(단위 : kg/원)



자료 : 태웅

투자이견변경

일시	투자이견	목표주가
2017.03.27	매수	33,000원



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

투자등급	비율	투자등급	비율
매수	96.3%	중립	3.7%
매도	0%		

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,293	3,312	4,150	5,115	5,999
현금및현금성자산	457	635	1,074	1,650	2,261
매출채권및기타채권	1,054	719	896	1,068	1,189
재고자산	749	859	1,070	1,276	1,420
비유동자산	5,308	6,457	6,401	6,161	5,814
장기금융자산	79	81	81	81	81
유형자산	4,983	6,128	6,043	5,789	5,429
무형자산	6	6	8	9	10
자산총계	8,602	9,769	10,551	11,275	11,813
유동부채	1,313	924	1,144	1,358	1,509
단기금융부채	64	29	29	29	29
매입채무 및 기타채무	1,127	798	993	1,184	1,318
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,469	2,502	2,817	2,940	2,850
장기금융부채	1,041	2,067	2,377	2,497	2,397
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,782	3,426	3,961	4,298	4,359
지배주주지분	5,820	6,343	6,589	6,977	7,454
자본금	91	100	100	100	100
자본잉여금	1,133	1,508	1,508	1,508	1,508
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,938	4,076	4,324	4,714	5,193
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,820	6,343	6,589	6,977	7,454
부채외자본총계	8,602	9,769	10,551	11,275	11,813

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	311	537	966	1,058	1,114
당기순이익(손실)	78	140	248	390	479
비현금성항목등	149	188	991	971	913
유형자산감가상각비	115	162	935	874	789
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	10	13	-7	2	7
운전자본감소(증가)	109	261	-194	-178	-125
매출채권및기타채권의 감소(증가)	75	329	-177	-172	-121
재고자산감소(증가)	172	-99	-211	-206	-144
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-86	-104	196	191	134
기타	-51	135	-2	8	6
법인세납부	-25	-52	-79	-124	-153
투자활동현금흐름	-833	-1,683	-821	-583	-382
금융자산감소(증가)	308	-59	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,167	-1,653	-850	-620	-430
무형자산감소(증가)	1	-1	-1	-1	-1
기타	25	30	31	39	49
재무활동현금흐름	594	1,322	293	101	-120
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	310	120	-100
자본의증가(감소)	0	385	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-8	-46	-17	-19	-20
현금의 증가(감소)	73	179	439	576	611
기초현금	384	457	635	1,074	1,650
기말현금	457	635	1,074	1,650	2,261
FCF	-451	-1,526	120	443	689

자료 : 태웅, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,653	3,220	4,010	4,780	5,320
매출원가	3,196	2,695	3,248	3,824	4,203
매출총이익	457	525	762	956	1,117
매출총이익률 (%)	12.5	16.3	19.0	20.0	21.0
판매비와관리비	396	395	457	470	515
영업이익	61	129	305	486	602
영업이익률 (%)	1.7	4.0	7.6	10.2	11.3
비영업손익	40	40	23	28	30
순금융비용	-21	-16	-14	-19	-29
외환관련손익	-15	-2	-7	2	-1
관계기업투자등 관련손익	6	9	9	9	9
세전계속사업이익	101	169	328	514	632
세전계속사업이익률 (%)	2.8	5.3	8.2	10.8	11.9
계속사업법인세	23	29	79	124	153
계속사업이익	78	140	248	390	479
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	78	140	248	390	479
순이익률 (%)	2.1	4.3	6.2	8.2	9.0
지배주주	78	140	248	390	479
지배주주귀속 순이익률(%)	2.13	4.34	6.2	8.15	9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	70	138	247	388	477
지배주주	70	138	247	388	477
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	175	291	1,240	1,360	1,392

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-11.2	-11.9	24.5	19.2	11.3
영업이익	-26.7	112.5	135.7	59.4	23.9
세전계속사업이익	17.1	67.3	93.8	56.8	22.9
EBITDA	-11.3	65.9	326.1	9.8	2.3
EPS(계속사업)	11.5	78.1	62.5	56.8	22.9
수익성 (%)					
ROE	1.4	2.3	3.8	5.7	6.6
ROA	1.0	1.5	2.5	3.6	4.2
EBITDA마진	4.8	9.0	30.9	28.5	26.2
안정성 (%)					
유동비율	250.8	358.2	362.7	376.5	397.6
부채비율	47.8	54.0	60.1	61.6	58.5
순차입금/자기자본	-5.9	6.5	4.3	-2.5	-11.9
EBITDA/이자비용(배)	46.3	22.7	73.8	70.5	68.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	429	764	1,242	1,948	2,394
BPS	32,038	31,701	32,934	34,873	37,258
CFPS	1,060	1,648	5,913	6,318	6,339
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.0	39.9	21.3	13.6	11.1
PER(최저)	32.4	16.6	17.1	10.9	8.9
PBR(최고)	0.6	1.0	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
PCR	15.1	13.6	4.4	4.1	4.1
EV/EBITDA(최고)	19.1	20.6	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA(최저)	12.6	9.4	0.2	-0.1	-0.6

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	143 억원
발행주식수	2,860 만주
자사주	67 만주
액면가	500 원
시가총액	3,132 억원
주요주주	
안재일(외3)	41.07%

외국인지분률	11.80%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(17/03/27)	10,300 원
KOSDAQ	607.07 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	13,150 원
52주 최저가	8,320 원
60일 평균 거래대금	34 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.4%	10.6%
6개월	27.2%	44.6%
12개월	-11.0%	1.3%

성광밴드 (014620/KQ | 매수(유지) | T.P 13,000 원(유지))

수주환경의 긍정적 변화

투자의견 매수, 목표주가 13,000 원을 유지한다. 실적측면에서는 금년까지 고난의 시기가. 그러나 수주환경은 우호적으로 변하고 있다. 국내 건설사들의 해외 산업플랜트 수주가 바로미터가 될 것이다. 조선/해양플랜트도 수주 절벽은 벗어나고 있다. 실적의 후행성 보다는 신규수주의 선행성에 주목해야 할 시점이다.

수주환경의 변화

수주환경에 변화가 나타나고 있다. 유가가 50 달러에 안착하면서 유가급락으로 지연되었던 프로젝트들이 재개되고 있다. 공정별로는 정유플랜트가 주를 이루고 있다. 그러나 오일메이저들의 이익이 증가하면서 설비투자 증설에 따른 석유화학플랜트와 해양플랜트까지 확산될 가능성이 높아지고 있다. 수주의 한 축이었던 조선/해양플랜트의 기대감도 높아지고 있다. 해양 환경규제 강화와 LNG 수출 증가, 지연되었던 해양플랜트 발주가 일부 재개되고 있다. 국내 EPC 를 중심으로 한 산업플랜트 발주추이를 감안할 때 3 분기부터는 500 억원대의 수주가 가능할 전망이다.

4 분기부터 의미 있는 실적회복 가능

분기별 수주추이를 감안할 때 금년 상반기까지는 실적의 역신장이 지속될 것이다. 1 분기 매출액 398 억원, 영업이익 -16 억원으로 적자 지속이 불가피해 보인다. 2 분기도 크게 다르지 않다. 국내 EPC 수주 증가가 반영되는 4 분기부터 의미 있는 회복이 예상된다. 연간 매출액은 전년 대비 4.4% 감소한 1,940 억원, 영업이익은 32 억원으로 1%대의 저수익성 유지가 예상된다. 실적정상화는 2018 년이 될 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 13,000 원 유지

투자의견 매수, 목표주가 13,000 원을 유지한다. 실적측면에서는 금년까지 고난의 시기가. 그러나 수주환경은 우호적으로 변하고 있다. 국내 건설사들의 해외 산업플랜트 수주가 바로미터가 될 것이다. 조선/해양플랜트도 수주 절벽은 벗어나고 있다. 실적의 후행성 보다는 신규수주의 선행성에 주목해야 할 시점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,035	2,920	2,499	2,030	1,940	2,420
yoy	%	7.3	-27.6	-14.4	-18.8	-4.4	24.7
영업이익	억원	903	537	228	29	32	142
yoy	%	18.5	-40.6	-57.6	-87.3	10.0	345.9
EBITDA	억원	935	572	264	68	75	188
세전이익	억원	899	574	265	61	44	152
순이익(지배주주)	억원	682	438	195	47	34	115
영업이익률%	%	22.4	18.4	9.1	1.4	1.6	5.9
EBITDA%	%	23.2	19.6	10.6	3.3	3.9	7.8
순이익률	%	17.0	15.1	7.8	2.3	1.7	4.8
EPS	원	2,386	1,533	680	163	117	403
PER	배	11.2	9.0	12.7	54.3	91.7	26.7
PBR	배	1.8	0.9	0.5	0.5	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	8.3	6.7	9.1	31.4	35.2	16.0
ROE	%	17.4	10.0	4.2	1.0	0.7	2.5
순차입금	억원	-72	-216	-173	-495	-536	-160
부채비율	%	22.6	22.4	17.2	14.3	13.7	14.5

수주환경의 변화

수주환경에 변화가 나타나고 있다.

수주환경에 변화가 나타나고 있다. 유가가 50 달러에 안착하면서 유가급락으로 지연되었던 프로젝트들이 재개되고 있다. 공정별로는 정유플랜트가 주를 이루고 있다. 그러나 오일메이저들의 이익이 증가하면서 설비투자 증설에 따른 석유화학플랜트와 해양플랜트까지 확산될 가능성이 높아지고 있다. 지난해 12월 대림산업이 수주한 이스파한 정유공장, 연초에 있었던 삼성중공업의 Semi-FPU, 현대건설의 사우스파 석유화학 플랜트 등 전방산업의 회복을 알리는 소식들이 전해지고 있다.

국내 건설사들의 해외플랜트 수주 증가 예상

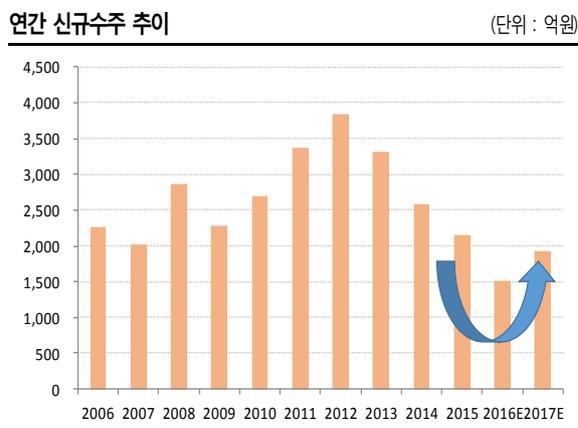
현대건설은 에콰도르 정유공장(40 억달러)을 비롯해 사우디 정유공장(10~20 억달러), 알주르 북부 발전플랜트(17 억달러), GS 건설은 65 억달러 규모의 보츠나와 전력 프로젝트, UAE 중질유 처리시설(25 억달러)등의 입찰에 참여하고 있다. 이외에도 오만 두쿰 정유프로젝트, 바레인 밥코 정유 현대화 시설 등 대규모 프로젝트에 국내 기업이 컨소시엄 형태로 참여하고 있어 수주 가능성이 높다.

조선/해양플랜트도 지난해와 같은 수주절벽은 없을 것

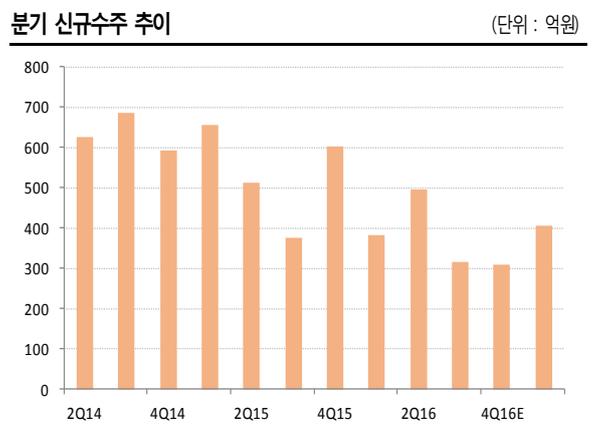
수주의 한 축이었던 조선/해양플랜트의 기대감도 높아지고 있다. 물론 글로벌 물동량 추이와 유가수준을 감안할 때 본격적인 회복의 시기로 보기에는 다소 무리가 있다. 그러나 해양 환경규제 강화와 LNG 수출 증가, 지연되었던 해양플랜트 발주가 일부 재개되면서 국내 조선사에게 지난해와 같은 수주절벽은 없을 것으로 전망된다.

3 분기부터 분기수주 500 억원 상회할 것으로 전망됨

이에 따라 동사의 신규수주도 하반기부터는 개선이 예상된다. 과거 700 억원에 육박했던 분기수주가 지난해 2분기 497 억원, 3분기 315 억원까지 하락한 이후에 4분기에도 300 억원 초반대에 그친 것으로 추정된다. 그러나 국내 EPC 를 중심으로 한 산업플랜트 발주추이를 감안할 때 올해 3분기부터는 500 억원대의 수주가 가능할 전망이다.



자료 : 성광벤드, SK 증권 추정



자료 : 성광벤드, SK 증권 추정

국내 건설사 해외 입찰 프로젝트 정리

회사	금액	비고
현대건설		
사우디 에탄크래커	7억달러	
사우디 정유공사	10~20억달러	
에콰도르 정유	40억달러	
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	현대건설+대림산업 컨소시엄 (Package 2)
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	현대건설+대우건설+플루어 컨소시엄 (Package 3)
UAE Oil Field 개발 공사_필드부분	12억달러	
Al Zour 북부 Power Plant	17억달러	
Solar Combined Power Plant	40억달러	현대건설
GS건설		
보츠나와 전력 프로젝트	6.5억달러	
가봉 Refinery	15억달러	
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	GS건설+JGC 컨소시엄 (Package 2)
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	GS건설+JGC+사이팜 컨소시엄 (Package 2)
UAE 중질유 처리시설	25억달러	
UAE Oil Field 개발 공사_기타부분	38억달러	
UAE Bab Integrated Expansion	30억달러	
대우건설		
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	대우건설+TR 컨소시엄 (Package 1)
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	현대건설+대우건설+플루어 컨소시엄 (Package 3)
사우디 신도시 프로젝트	미정	
대림산업		
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	현대건설+대림산업 컨소시엄 (Package 2)
삼성엔지니어링		
오만 두쿰 정유 프로젝트 *	60억달러	삼성ENG+치요다+페트로펙 컨소시엄 (Package 1)
바레인 밥코 정유 현대화 시설 *	50억달러	삼성ENG+테크닙+TR 컨소시엄 (Package 3)
UAE 중질유 처리시설	25억달러	
UAE Oil Field 개발 공사_기타부분	38억달러	

자료: 각 사, SK 증권

주: 총 프로젝트 금액이며, 같은 Package 끼리 입찰 경쟁

금년 상반기까지는 적자지속 불가피, 의미 있는 개선은 4분기부터

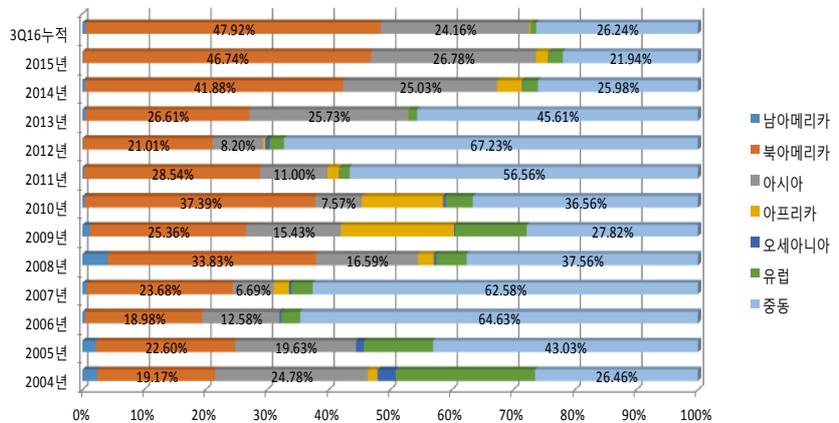
분기별 수주추이를 감안할 때 금년 상반기까지는 실적의 역신장이 지속될 것이다. 1분기 매출액 398 억원, 영업이익 -16 억원으로 적자 지속이 불가피해 보인다. 2분기도 크게 다르지 않다. 국내 EPC 수주 증가가 반영되는 4분기부터 의미 있는 회복이 예상된다. 연간 매출액은 전년대비 4.4% 감소한 1,940 억원, 영업이익은 32 억원으로 1%대의 저수익성 유지가 예상된다. 실적정상화는 2018 년이 될 것이다.

원재료 가격 추이는 이익추정치 상향 요인

원재료 가격 추이는 추가적인 수익개선 요인이 될 수 있다. 통상 원재료 가격과 수익성은 동행한다. 글로벌 상품가격 상승과 주요 철강재의 가격반등이 나타나고 있다. Alloy 의 경우 지난해 1 분기 2,407 원/kg 을 저점으로 3 분기에는 2,633 원까지 상승하였다. 같은 기간 스테인리스도 3,135 원에서 3,442 원으로 높아졌다. 해양플랜트와 석유화학 플랜트의 매출비중 감소로 제품믹스 개선은 답보 상태이다. 지난해 재질별 매출비중은 카본 58%, 스테인리스 30%, 알루미늄 12%이다. 참고로 호황기 시절에는 스테인리스 비중이 50%를 상회하였다.

제목

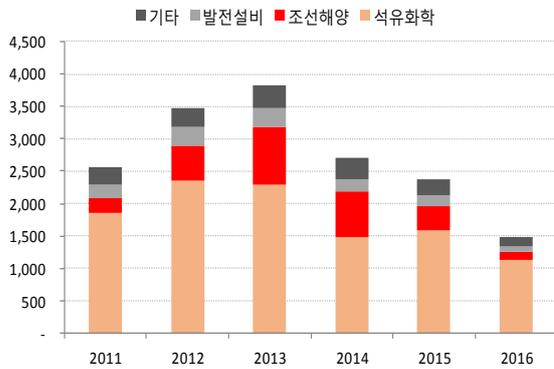
(단위 :)



자료 :

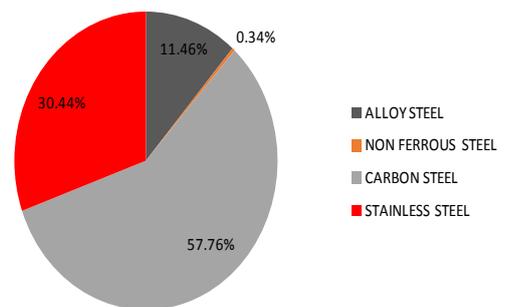
산업별 매출 추이

(단위 : 억원)



자료 : 성광벤드, SK 증권, 2016 년은 3 분기 누적 기준

재질별 매출비중



자료 : 성광벤드, SK 증권

투자의견 매수, 목표주가 13,000 원을 유지

투자의견 매수, 목표주가 13,000 원을 유지한다. 실적측면에서는 금년까지 고난의 시기다. 그러나 수주환경은 우호적으로 변하고 있다. 국내 건설사들의 해외 산업플랜트 수주가 바로미터가 될 것이다. 조선/해양플랜트도 수주 절벽은 벗어나고 있다. 실적의 후행성 보다는 신규수주의 선행성에 주목해야 할 시점이다.

분기별 실적추이

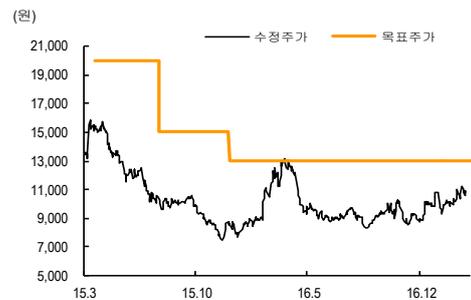
(단위: 억원)

12월결산	2015				2016E				2017E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	637	638	599	625	548	532	480	470	398	427	504	611
영업이익	60	70	58	39	28	17	0	-17	-16	-14	11	50
세전이익	62	82	92	29	21	25	-24	39	-13	-15	12	60
순이익	42	62	67	22	16	18	-19	32	-10	-11	9	45
YoY (%)												
매출액	-20.7	-19.6	-14.5	0.5	-14.0	-16.6	-19.9	-24.8	-27.4	-19.8	5.1	30.0
영업이익	-69.3	-58.2	-53.0	-21.4	-53.7	-75.3	-99.6	적전	적전	적전	4629.9	흑전
세전이익	-70.1	-39.9	-38.4	-64.3	-66.6	-70.0	적전	36.1	적전	적전	흑전	52.2
순이익	-73.1	-40.7	-40.6	-65.3	-62.9	-70.8	적전	42.8	적전	적전	흑전	43.3

자료: 성광벤드, SK 증권 추정

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.03.27	매수	13,000원
2017.01.19	매수	13,000원
2016.05.20	매수	13,000원
2016.01.25	매수	13,000원
2015.12.29	매수	13,000원
2015.08.18	매수	15,000원
2015.04.17	매수	20,000원



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.3%	중립	3.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,043	2,709	2,527	2,471	2,518
현금및현금성자산	559	387	470	496	108
매출채권및기타채권	764	775	630	602	751
재고자산	1,627	1,484	1,206	1,152	1,437
비유동자산	2,491	2,749	2,796	2,817	2,890
장기금융자산	24	44	47	47	47
유형자산	2,436	2,678	2,639	2,647	2,711
무형자산	10	7	7	9	11
자산총계	5,534	5,458	5,323	5,288	5,408
유동부채	495	579	444	418	466
단기금융부채	134	268	192	177	165
매입채무 및 기타채무	271	219	178	170	212
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	519	223	220	221	221
장기금융부채	299	5	3	3	3
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,014	802	664	639	687
지배주주지분	4,521	4,655	4,659	4,649	4,722
자본금	143	143	143	143	143
자본잉여금	40	40	40	40	40
기타자본구성요소	-105	-131	-131	-131	-131
자기주식	-73	-100	-100	-100	-100
이익잉여금	4,443	4,604	4,608	4,599	4,673
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,521	4,655	4,659	4,649	4,722
부채외자본총계	5,534	5,458	5,323	5,288	5,408

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	519	315	404	134	-224
당기순이익(손실)	441	195	47	34	115
비현금성항목등	205	128	44	41	73
유형자산감가상각비	34	35	38	43	46
무형자산상각비	2	1	1	0	0
기타	41	34	13	-3	-5
운전자본감소(증가)	128	74	361	70	-375
매출채권및기타채권의 감소(증가)	103	4	110	28	-149
재고자산감소(증가)	77	143	279	53	-285
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-40	-56	-17	-8	42
기타	-12	-17	-10	-4	17
법인세납부	-256	-82	-48	-11	-36
투자활동현금흐름	-111	-260	-169	-46	-106
금융자산감소(증가)	-9	11	-162	0	0
유형자산감소(증가)	-105	-262	-143	-50	-110
무형자산감소(증가)	3	2	-2	-2	-2
기타	0	-12	138	6	6
재무활동현금흐름	25	-240	-130	-62	-58
단기금융부채증가(감소)	-121	-200	-79	-15	-12
장기금융부채증가(감소)	272	36	0	0	0
자본의증가(감소)	-73	-26	0	0	0
배당금의 지급	-43	-42	-42	-42	-42
기타	-10	-7	-9	-5	-5
현금의 증가(감소)	285	-172	83	26	-388
기초현금	274	559	387	470	496
기말현금	559	387	470	496	108
FCF	388	26	282	84	-333

자료 : 성광밴드, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,920	2,499	2,030	1,940	2,420
매출원가	2,082	1,941	1,700	1,610	1,960
매출총이익	837	558	330	330	460
매출총이익률 (%)	28.7	22.3	16.2	17.0	19.0
판매비와관리비	300	331	301	298	318
영업이익	537	228	29	32	142
영업이익률 (%)	18.4	9.1	1.4	1.6	5.9
비영업손익	37	37	32	12	10
순금융비용	-2	4	3	-1	-2
외환관련손익	24	34	22	8	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	574	265	61	44	152
세전계속사업이익률 (%)	19.7	10.6	3.0	2.3	6.3
계속사업법인세	133	70	14	11	36
계속사업이익	441	195	47	34	115
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	441	195	47	34	115
순이익률 (%)	15.1	7.8	2.3	1.7	4.8
지배주주	438	195	47	34	115
지배주주귀속 순이익률(%)	15.01	7.79	2.3	1.73	4.77
비지배주주	3	0	0	0	0
총포괄이익	430	203	46	32	114
지배주주	427	203	46	32	114
비지배주주	3	0	0	0	0
EBITDA	572	264	68	75	188

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-27.6	-144	-18.8	-4.4	24.7
영업이익	-40.6	-57.6	-87.3	10.0	345.9
세전계속사업이익	-36.2	-53.9	-76.9	-27.7	243.8
EBITDA	-38.8	-53.9	-74.3	10.2	152.0
EPS(계속사업)	-35.8	-55.6	-76.0	-28.1	243.8
수익성 (%)					
ROE	10.0	4.2	1.0	0.7	2.5
ROA	8.1	3.5	0.9	0.6	2.2
EBITDA마진	19.6	10.6	3.3	3.9	7.8
안정성 (%)					
유동비율	614.7	467.9	568.9	591.2	540.8
부채비율	22.4	17.2	14.3	13.7	14.5
순차입금/자기자본	-4.8	-3.7	-10.6	-11.5	-3.4
EBITDA/이자비용(배)	100.2	29.8	9.9	15.3	41.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,533	680	163	117	403
BPS	15,806	16,277	16,290	16,257	16,509
CFPS	1,656	807	299	267	565
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.5	23.2	80.6	95.9	27.9
PER(최저)	8.6	11.0	47.0	75.6	22.0
PBR(최고)	1.7	1.0	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.8	0.5	0.5	0.6	0.5
PCR	8.3	10.7	29.7	40.3	19.0
EV/EBITDA(최고)	13.2	16.8	49.6	37.2	16.7
EV/EBITDA(최저)	6.3	7.8	26.4	-6.0	-0.4

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

자본금	48 억원
발행주식수	957 만주
자사주	15 만주
액면가	500 원
시가총액	1,402 억원
주요주주	
서영우(외3)	60.08%
KB자산운용	6.57%
외국인지분률	5.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/03/27)	14,400 원
KOSDAQ	607.07 pt
52주 Beta	0.33
52주 최고가	15,650 원
52주 최저가	11,300 원
60일 평균 거래대금	3 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.8%	-4.8%
6개월	17.7%	33.2%
12개월	6.9%	20.7%

대양전기공업 (108380/KQ | 매수(신규편입) | T.P 18,500 원(신규편입))

업황에 굴하지 않는 안정적 수익성

- 방폭등(防爆燈)을 비롯한 조선/해양기자재용 조명등기구 전문 생산 업체
- LNG/LPG 수요 증가로 인한 에너지 운반선 및 해양플랜트 신규 수주 회복 기대
- 제품 Mix 개선과 자회사 '한국특수전자'의 안정적 실적을 바탕으로 우수한 수익성 유지
- 안정적인 수익성과 업황 회복에 대한 기대감, 자산가치의 매력이 함께 부각될 것

선박용 조명등기구 1 위 기업

대양전기공업은 선박용 실내/실외등, 방폭등을 비롯한 조선/해양기자재용 조명등기구 전문 생산 업체다. 일반 등기구들과 달리 폭발을 방지하기 위해 설계된 등기구인 '방폭등(防爆燈)'을 비롯하여 LED 등기구 등 선박용 조명등기구 시장에서 약 80%의 점유율로 M/S 1 위를 기록 중이다.

전방 산업의 회복을 기대해본다

올해부터는 조심스럽게 전방 산업의 회복을 기대해본다. ① 환경 문제의 대두로 인해 LNG/LPG의 수요가 증가 중이고 ② 국제 유가의 반등과 함께 글로벌 에너지 기업들의 CAPEX 증가가 기대되며 ③ 에너지 운반선에 대한 신규 수주가 늘어나고 있기 때문이다. 특히 선박/해양플랜트의 투자 증가는 동사의 선박용 조명등기구 매출 증가에 직접적인 영향을 줄 것으로 판단된다. 제품 Mix의 개선과 자회사 '한국특수전자'의 안정적인 실적을 바탕으로 연간 10%대의 수익성 유지도 가능할 것으로 판단된다.

목표주가 18,500 원, 신규편입

목표주가 18,500 원을 제시하고 신규편입한다. 실질적인 매출 회복과 전방 산업의 본격적인 Turn-around 시점에 대한 고민은 지속되겠지만, 약 520 억원에 달하는 순현금과 자산가치(PBR 0.8 배) 매력이 안정적인 수익성과 함께 더욱 부각될 수 있는 시점이라는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	억원	1,399	1,542	1,749	1,563	1,689
yoy	%	-3.9	10.2	13.4	-10.7	8.1
영업이익	억원	157	179	183	177	218
yoy	%	-10.0	14.5	2.2	-3.6	23.4
EBITDA	억원	184	206	212	209	247
세전이익	억원	177	198	193	197	240
순이익(지배주주)	억원	142	171	164	149	182
영업이익률%	%	11.2	11.6	10.5	11.3	12.9
EBITDA%	%	13.2	13.3	12.1	13.4	14.7
순이익률	%	10.1	11.1	9.4	9.5	10.8
EPS	원	1,493	1,789	1,712	1,558	1,898
PER	배	8.9	6.8	8.1	9.4	7.7
PBR	배	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	3.4	2.6	2.3	1.9	0.8
ROE	%	10.8	11.6	10.0	8.3	9.3
순차입금	억원	-654	-622	-848	-1,006	-1,195
부채비율	%	37.0	31.8	32.6	26.8	26.4

선박용 조명등기구 1 위 기업

**방폭등(防爆燈)을 비롯한
조선/해양기자재용 조명등기구 전문
생산 업체**

대양전기공업은 선박용 실내/실외등, 방폭등을 비롯한 조선/해양기자재용 조명등기구 전문 생산 업체다. 선박 조명등 관련 기술을 바탕으로 철도 및 육상 조명등 시장에도 진출했으며, 1990년 방위산업체로 지정된 이후 군함과 잠수함 등에 탑재되는 함선 통신시스템, 항해장비, 배전반 등을 공급하고 있다.

지난해 별도 기준 매출 비중은 LED/방폭등과 같은 조명등기구 약 61%, 항해통신장비 및 모니터링시스템 등 전자시스템 약 11%, 배전반 등 전기기구 약 25%, 차량용 센서 및 기타 약 3%로 구성되어 있다. 방위 사업부문은 100% 지분을 보유하고 있는 자회사 '한국특수전지'를 통해 영위하고 있으며, 연 200억원 가량의 안정적인 매출을 기록 중이다.

**폭발을 방지하기 위해 설계된
방폭등은 화재 위험성이 높은
LNG/LPG Tanker 및 해양
플랜트에서 사용된다.**

단위 제품별 가장 많은 매출 비중을 차지하고 있는 '방폭등(防爆燈)'은 일반 등기구들과는 달리 폭발을 방지하기 위해 설계된 등기구를 말한다. 일반 선박에서도 많이 사용되기는 하지만 주로 화재 위험성이 높은 LNG/LPG Tanker 및 해양 플랜트에서 사용되고 있다. 가스 누출의 위험이 높은 현장에서는 일반 전구를 켜고 끌 경우 작은 스파크로 인한 폭발/화재 발생 가능성이 높다. 이를 방지하기 위해 등기구와 외부 간의 접촉을 완전 차단하는 형태로 만든 것이 바로 '방폭등'이다. 동사는 방폭등을 비롯하여 LED 등기구 등 선박용 조명등기구 시장에서 약 80%의 점유율로 국내 M/S 1위를 기록 중이다.

조선/해양플랜트용 방폭등



ELC



IL-1B



HPS-IB-F1



PF-X

자료 : 대양전기공업, SK 증권

조선/해양플랜트용 LED 등



LECD09-U



PS60LL-550UWCF



PF125L-550UWCF



PF30L-550UWCF

자료 : 대양전기공업, SK 증권

전방 산업의 회복을 기대해본다

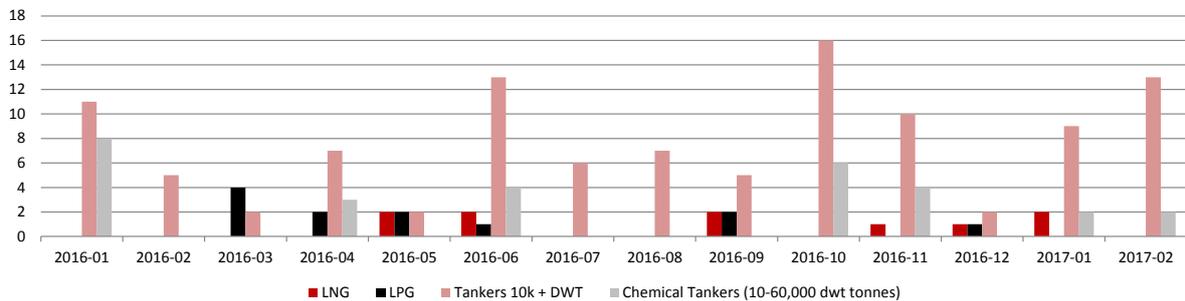
전방 산업의 부진으로 수주가 많이 줄었지만, 제품 Mix 개선으로 인한 ASP 상승으로 이를 어느정도 상쇄하는데 성공했다.

올해부터는 LNG/LPG의 수요 증가를 시작으로 전방 산업의 회복이 기대된다.

주력 제품인 선박/해양플랜트용 조명기구는 지난해까지 부정적 전망이 주류를 이루었던 것이 사실이다. 실제로 국내 조선업체의 경우 '수주 절벽'이라는 극단적 용어가 사용될 만큼 힘든 시기를 보냈다. 글로벌 상선 시장의 부진은 물론 국내 조선소의 건조물량 감소가 나타났다. 하지만 힘든 와중에도 LNGC와 대형컨테이너선의 비중 증가로 ASP가 상승했으며, 이를 통해 물량 감소를 어느 정도 상쇄하는데 성공했다.

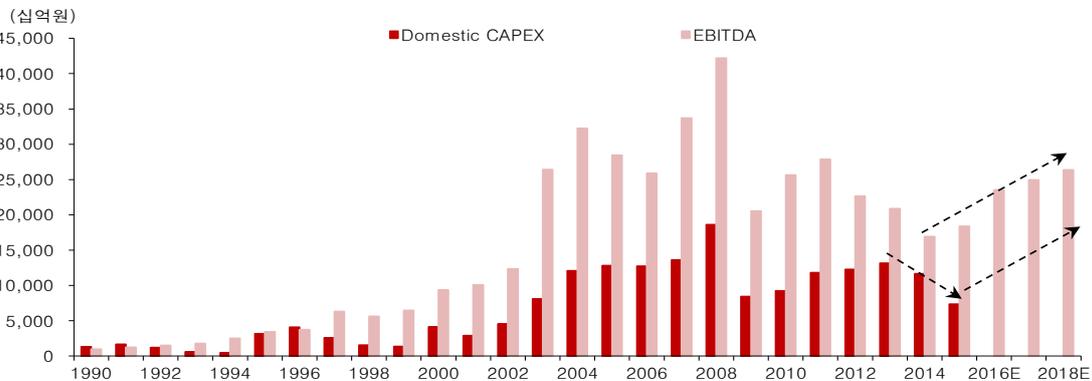
올해부터는 힘든 시기를 이겨내고 다시 전방 산업의 회복이 기대된다. 그 이유는 크게 세 가지를 꼽을 수 있는데 ① 환경 문제의 대두로 인해 LNG/LPG의 수요가 증가 중이고 ② 국제 유가의 반등과 함께 글로벌 에너지 기업들의 CAPEX 증가가 기대되며 ③ 에너지 운반선에 대한 신규 수주가 늘어나고 있기 때문이다. 특히 선박/해양플랜트의 투자 증가는 동사의 선박용 조명등기구 매출 증가에 직접적인 영향을 줄 것으로 판단된다. LNG/LPG를 운반하는 Tanker 뿐만 아니라 노후화된 선박의 환경 문제가 대두되면서 LNG 연료 추진 선박 도입이 늘고 있다.

글로벌 선박 종류별 신규 수주 추이



자료 : Clarkson, SK 증권

국내 에너지 10개 기업 연도별 CAPEX, EBITDA 추이 및 전망



자료 : 각 사, FnGuide, SK 증권

주: EBITDA 전망치가 존재하는 10개사 기준 (SK, SK 이노베이션, SK 케미칼, S-Oil, LG 화학, LG 생명과학, LG 하우스시스, 금호석유, 한화케미칼)
 건설 - 2017년 건설 메가 사이클을 눈앞에 두다(김세련 연구위원, 20170327 자료 참조)

안정적 수익성과 알짜 자회사

수주 절벽이라는 고난의 시기를 보내면서도 연간 10%대의 영업이익을 기록했다.

대양전기공업은 최근 몇 년간 전방 산업의 수주 절벽이라는 고난의 시기를 보내면서도 연간 10%의 영업이익을 기록하며 안정적인 수익성을 꾸준히 유지했다. 앞서 언급했던 바와 같이 LNGC/대형컨테이너선 수주 증가로 ASP가 높아진 측면도 있지만, 가장 큰 이유는 친환경/고효율 선박 정책에 발맞춰 LED 조명등기구 보급 확대 등 신제품 출시 효과라고 할 수 있다.

해양 환경 문제의 대두와 함께 동사의 LED 조명 납품도 꾸준히 증가했다.

국제해사기구(IMO)에서는 선박의 환경 문제 유발 방지를 위한 방안을 지속적으로 내놓고 있다. 최근 화두가 되고 있는 공해상 대기 오염 방지를 위한 탈황 장비 설치, 해양 생태계 파괴의 주범으로 손꼽히는 선박 평형수 처리 설비 등이 대표적이다. 여기에 기존 조명등기구를 대체하는 LED 조명등기구의 도입이 늘어나기 시작하면서 동사의 LED 조명 납품도 꾸준히 증가했다.

자회사 한국특수전지는 매년 200억 이상의 안정적인 매출을 유지하고 있다.

100% 자회사인 '한국특수전지'의 안정적 매출 및 이익도 눈에 띈다. '한국특수전지'는 잠수함 및 어뢰용 축전지 국내 M/S 1위 기업으로 동사의 방위 사업 부문을 전담하고 있다. 매년 200 억원 이상의 매출을 확보하고 있으며, 이익률도 10% 중후반대의 높은 수익성을 유지하고 있다.

대양전기공업 매출 및 영업이익 추이

(단위 : 억원 %)

	2013	2014	2015	2016	2017E
매출액	1,456	1,399	1,542	1,749	1,563
영업이익	174	157	179	183	176
(OPM)	(12.0%)	(11.2%)	(11.6%)	(10.5%)	(11.3%)

자료 : 대양전기공업, SK 증권 추정

방위 산업 부문 주요 제품

<Communication & Navigation system>



함내외 통신시스템, 무인잠수정, 항해장비 등

<배전반>



함내 발전 전원을 공급/제어, 발전기 보호 장치

자료 : 대양전기공업, SK 증권

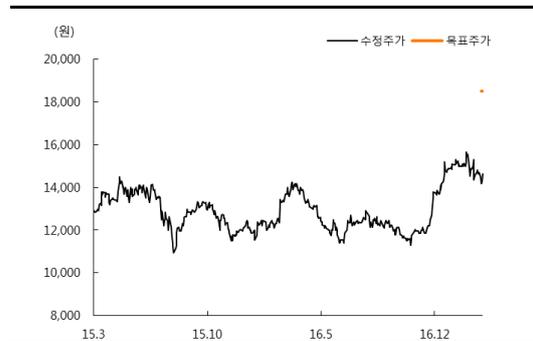
실적 전망 및 밸류에이션

선박 인도량 감소로 인한 매출 감소는 불가피하지만, 안정적인 수익성과 함께 자산가치의 매력이 부각될 시점이다.

지난해 매출액은 전년동기대비 13.4% 증가한 1,749 억원, 영업이익은 2.1% 증가한 183 억원을 기록했다. LED 등기구 및 선박용 배전반 등 전기기구의 매출 증가가 두드러졌다. 올해는 선박 인도량 감소로 인한 매출의 감소가 불가피해 보인다. 하지만 ① LED 등기구 비중확대 등 제품 Mix 개선 지속 ② 육상용(offshore) 조명등기구 및 전기기구 매출 확대 ③ 자회사 한국특수전지의 안정적 매출 및 이익 창출 등을 통해 10%대 영업이익률 유지는 무난할 것으로 예상된다.

목표주가 18,500 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 2017 년 예상 BPS 에 조선기자재 업종 평균 PBR 0.9 배를 적용하여 산출했다. 실질적인 매출 회복과 전방 산업의 본격적인 Turn-around 시점에 대한 고민은 지속되겠지만, 약 520 억원에 달하는 순현금과 자산가치(PBR 0.8 배) 매력이 안정적인 수익성과 함께 더욱 부각될 수 있는 시점이라는 판단이다.

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.27	담당자 변경	18,500원
	2016.07.11	매수	16,000원
	2016.01.04	매수	16,000원
	2015.11.05	매수	16,000원
	2015.08.26	매수	16,000원
	2015.04.08	매수	16,000원



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	93.57%	중립	6.43%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	1,197	1,365	1,468	1,694
현금및현금성자산	286	484	642	831
매출채권및기타채권	359	291	260	281
재고자산	124	127	114	123
비유동자산	854	911	902	899
장기금융자산	27	31	31	31
유형자산	678	689	664	642
무형자산	145	150	154	158
자산총계	2,051	2,276	2,369	2,593
유동부채	480	531	475	513
단기금융부채	3	2	2	2
매입채무 및 기타채무	98	73	66	71
단기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	14	28	27	29
장기금융부채	2	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	2	2	2	2
장기충당부채	0	24	23	25
부채총계	494	559	501	541
지배주주지분	1,556	1,717	1,868	2,052
자본금	48	48	48	48
자본잉여금	244	245	245	245
기타자본구성요소	-8	-14	-14	-14
자기주식	-13	-16	-16	-16
이익잉여금	1,179	1,345	1,494	1,675
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,556	1,717	1,868	2,052
부채외자본총계	2,051	2,276	2,369	2,593

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E
영업활동현금흐름	29	297	160	190
당기순이익(손실)	171	164	149	182
비현금성항목등	48	91	60	66
유형자산감가상각비	20	22	25	22
무형자산상각비	7	7	7	8
기타	4	43	-6	-6
운전자본감소(증가)	-154	74	-1	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	58	31	-21
재고자산감소(증가)	-33	-3	14	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-24	-8	5
기타	-52	44	-38	25
법인세납부	-37	-32	-48	-58
투자활동현금흐름	-85	-92	-2	-1
금융자산감소(증가)	-28	-30	0	0
유형자산감소(증가)	-58	-32	0	0
무형자산감소(증가)	-19	-11	-11	-11
기타	20	-18	9	11
재무활동현금흐름	-8	-9	0	0
단기금융부채증가(감소)	-2	-3	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-6	-3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타	0	-2	0	0
현금의 증가(감소)	-64	198	158	189
기초현금	350	286	484	642
기말현금	286	484	642	831
FCF	-57	226	153	184

자료 : 대양전기공업, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,542	1,749	1,563	1,689
매출원가	1,260	1,433	1,274	1,353
매출총이익	282	317	289	336
매출총이익률 (%)	18.3	18.1	18.5	19.9
판매비와관리비	103	134	113	118
영업이익	179	183	177	218
영업이익률 (%)	11.6	10.5	11.3	12.9
비영업손익	19	10	20	22
순금융비용	-9	-8	-9	-11
외환관련손익	2	6	4	4
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	198	193	197	240
세전계속사업이익률 (%)	12.9	11.1	12.6	14.2
계속사업법인세	27	30	48	58
계속사업이익	171	164	149	182
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	171	164	149	182
순이익률 (%)	11.1	9.4	9.5	10.8
지배주주	171	164	149	182
지배주주귀속 순이익률(%)	11.1	9.36	9.54	10.75
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	170	166	151	184
지배주주	170	166	151	184
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	206	212	209	247

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E
성장성 (%)				
매출액	10.2	13.4	-10.7	8.1
영업이익	14.5	2.2	-3.6	23.4
세전계속사업이익	11.9	-2.5	1.7	21.9
EBITDA	11.8	2.8	-1.3	18.5
EPS(계속사업)	19.8	-4.3	-9.0	21.9
수익성 (%)				
ROE	11.6	10.0	8.3	9.3
ROA	8.7	7.6	6.4	7.3
EBITDA마진	13.3	12.1	13.4	14.7
안정성 (%)				
유동비율	249.3	257.0	309.2	330.4
부채비율	31.8	32.6	26.8	26.4
순차입금/자기자본	-40.0	-49.4	-53.8	-58.3
EBITDA/이자비용(배)	7,360.4	13,237.0	23,778.6	28,185.3
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	1,789	1,712	1,558	1,898
BPS	16,265	17,947	19,527	21,447
CFPS	2,067	2,009	1,894	2,207
주당 현금배당금	0	0	0	0
Valuation지표 (배)				
PER(최고)	8.1	8.3	10.1	8.3
PER(최저)	6.1	6.6	8.8	7.2
PBR(최고)	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.7	0.6	0.7	0.6
PCR	5.9	6.9	7.7	6.6
EV/EBITDA(최고)	3.7	2.5	2.4	1.2
EV/EBITDA(최저)	2.1	1.1	-4.8	-4.8

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	68 억원
발행주식수	1,361 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,913 억원
주요주주	
문영훈(외6)	39.54%
Invesco Canada(외4)	17.86%
외국인지분률	43.30%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(17/03/27)	20,750 원
KOSDAQ	607.07 pt
52주 Beta	0.61
52주 최고가	28,500 원
52주 최저가	18,400 원
60일 평균 거래대금	7 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.9%	7.1%
6개월	-1.4%	11.7%
12개월	-23.0%	-13.1%

하이록코리아 (013030/KQ | 매수(유지) | T.P 27,000 원(유지))

차분히 여명을 맞이할 시점

2017년 실적의 역성장은 불가피해 보인다. 이익추정치 하향으로 PER도 11.6 배로 높아졌다. 그러나 시가총액 3분의 1에 해당하는 1천억원의 순현금과 부진한 업황에도 20%의 영업이익률을 유지한 것을 감안하면 밸류에이션 매력은 충분하다는 판단이다. 무엇보다 주주의 변화 가능성이 감지되고 있다. 차분히 여명을 맞이할 시점이다.

신규수주는 여전히 담보상태, 그러나 변화의 시그널이 있다

신규수주는 여전히 담보상태이다. 가장 큰 비중을 차지하는 석유화학, 해양플랜트 발주가 부진하였기 때문이다. 지난해 3분기 412 억원, 4분기에도 405 억원에 그친 것으로 추정된다. 2015년 분기 평균 대비 12.7% 하락하였다. 그러나 최근 반전의 신호들이 나타나고 있다. 유가가 50 달러대로 회복하면서 중단되었던 프로젝트들이 중동지역을 중심으로 재개되고 있다. 국내 EPC 들의 해외수주 전망치도 전년대비 40% 이상 증가가 예상된다. 지난해 수주절벽으로 괴로웠던 조선사들도 LNGC, 일부 해양구조물에 대한 수주 기대감이 높아졌다.

3분기까지는 실적 정체

실적의 수주 후행성을 감안할 때 3분기까지는 의미 있는 실적개선은 쉽지 않을 것이다. 분기별 400~415 억원 수준의 매출이 유지될 전망이다. 이에 반해 수익성은 매우 견조한 상황이다. 전반산업의 다양화, 거래처 다변화, 글로벌 선두업체대비 가격경쟁력에는 변함이 없다. 20%전후의 영업이익률 유지가 예상되는 이유이다. 외형성장이 예상되는 4분기에는 이전과 유사한 23%의 영업이익률도 기대해볼 수 있다.

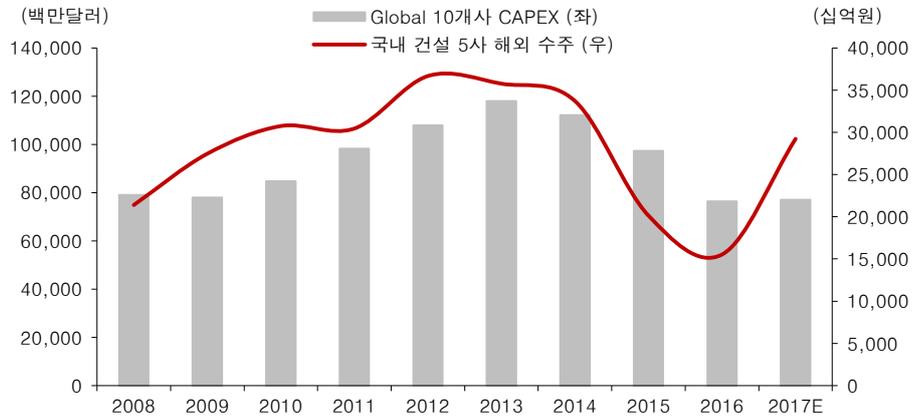
투자의견 매수, 목표주가 27,000 원 유지

투자의견 매수, 목표주가 27,000 원을 유지한다. 전년대비 실적의 역성장은 불가피해 보인다. 이익추정치 하향으로 PER도 11.6 배로 높아졌다. 그러나 시가총액 3분의 1에 해당하는 1천억원의 순현금과 부진한 업황에도 20%의 영업이익률을 유지한 것을 감안하면 밸류에이션 매력은 충분하다는 판단이다. 무엇보다 주주의 변화 가능성이 감지되고 있다. 차분히 여명을 맞이할 시점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	1,930	2,092	1,771	1,660	1,750	1,860
yoy	%	2.9	8.4	-15.4	-6.3	5.4	6.3
영업이익	억원	490	536	373	325	361	417
yoy	%	14.5	9.4	-30.5	-12.9	11.1	15.7
EBITDA	억원	529	577	416	373	410	469
세전이익	억원	494	570	399	338	376	440
순이익(지배주주)	억원	378	429	302	252	279	326
영업이익률%	%	25.4	25.6	21.0	19.6	20.6	22.4
EBITDA%	%	27.4	27.6	23.5	22.5	23.4	25.2
순이익률	%	19.8	20.7	17.1	15.3	16.1	17.8
EPS	원	2,780	3,152	2,219	1,849	2,050	2,397
PER	배	11.6	7.9	9.5	11.6	10.4	8.9
PBR	배	1.8	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	7.0	4.3	4.6	4.4	3.5	2.7
ROE	%	16.5	16.3	10.3	7.9	8.2	9.0
순차입금	억원	-771	-1,017	-1,090	-1,401	-1,578	-1,778
부채비율	%	22.8	17.5	14.4	13.3	12.7	12.5

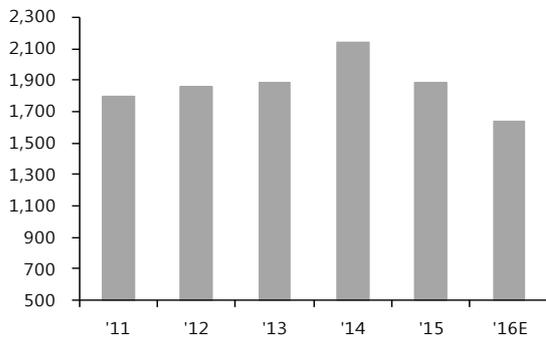
글로벌 10개사 CAPEX와 국내 건설 5사 해외 수주 추이



자료: Bloomberg, 각 사, SK 증권
 주: 건설 5사 2017년 해외수주는 가이드언스의 합산 금액

연간 신규수주 추이

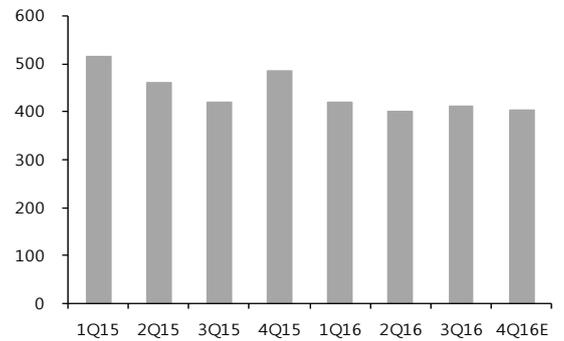
(단위: 억원)



자료: 하이록코리아, SK 증권 추정

분기 신규수주 추이

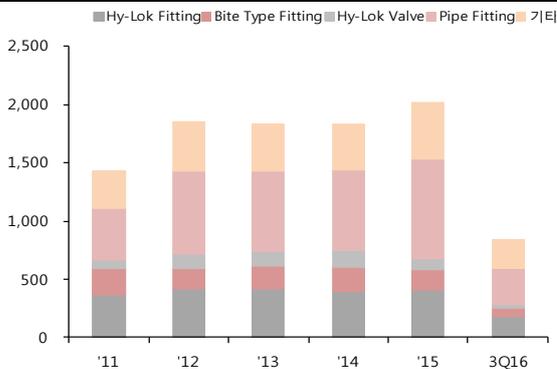
(단위: 억원)



자료: 하이록코리아, SK 증권 추정

부문별 매출추이

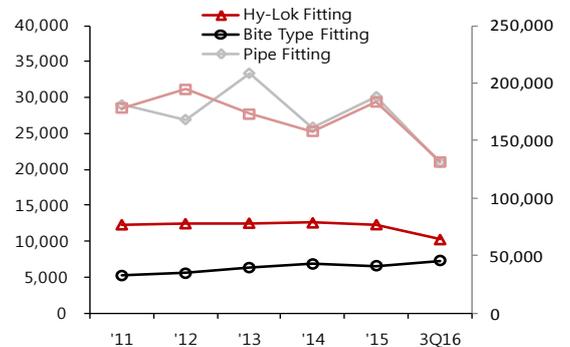
(단위: 억원)



자료: 하이록코리아

주요 제품 가격 변동 추이

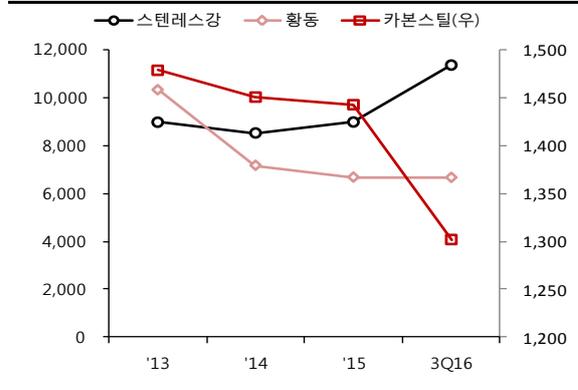
(단위: 원)



자료: 하이록코리아

주요 원재료 가격변동 추이

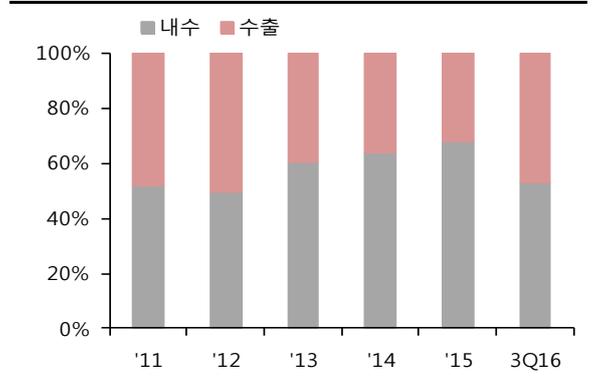
(단위: 원)



자료: 하이록코리아

내수와 수출 비중 추이

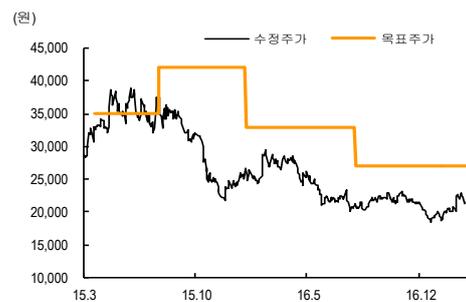
(단위: %)



자료: 하이록코리아

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.03.27	매수	27,000원
2016.08.29	매수	27,000원
2016.02.01	매수	33,000원
2015.08.18	매수	42,000원
2015.04.17	매수	35,000원



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

투자등급	비율	투자등급	비율
매수	93.57%	중립	6.43%
매도	0%		

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,376	2,485	2,718	2,938	3,216
현금및현금성자산	289	174	485	642	842
매출채권및기타채권	520	545	511	539	573
재고자산	660	672	630	664	706
비유동자산	976	1,048	1,056	1,059	1,070
장기금융자산	58	62	62	62	62
유형자산	789	780	797	808	827
무형자산	81	72	64	55	46
자산총계	3,352	3,533	3,775	3,997	4,285
유동부채	446	363	349	340	353
단기금융부채	150	150	150	130	130
매입채무 및 기타채무	164	137	128	135	144
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	53	82	95	110	121
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	5	4	5	5
부채총계	498	445	444	450	475
지배주주지분	2,818	3,055	3,296	3,510	3,771
자본금	68	68	68	68	68
자본잉여금	240	240	240	240	240
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,512	2,752	3,004	3,228	3,500
비지배주주지분	36	33	34	37	40
자본총계	2,854	3,089	3,331	3,547	3,811
부채외자본총계	3,352	3,533	3,775	3,997	4,285

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	420	216	353	263	294
당기순이익(손실)	432	302	254	282	330
비현금성항목등	186	147	119	128	138
유형자산감가상각비	41	43	48	49	51
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	31	42	-1	2	-3
운전자본감소(증가)	-61	-89	65	-53	-65
매출채권및기타채권의 감소(증가)	32	-17	34	-28	-34
재고자산감소(증가)	-27	-11	42	-34	-42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-44	-15	-9	7	9
기타	-22	-45	-3	2	2
법인세납부	-137	-144	-85	-94	-110
투자활동현금흐름	-254	-276	-38	-29	-36
금융자산감소(증가)	-139	-193	0	0	0
유형자산감소(증가)	-124	-64	-65	-60	-70
무형자산감소(증가)	1	9	9	9	9
기타	8	-27	18	23	25
재무활동현금흐름	-110	-59	-3	-78	-57
단기금융부채증가(감소)	-50	0	0	-20	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-56	-56	0	-54	-54
기타	-4	-3	-3	-3	-3
현금의 증가(감소)	66	-115	311	157	200
기초현금	222	289	174	485	642
기말현금	289	174	485	642	842
FCF	318	152	300	216	238

자료 : 하이록코리아, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,092	1,771	1,660	1,750	1,860
매출원가	1,334	1,215	1,145	1,181	1,228
매출총이익	759	556	515	569	632
매출총이익률 (%)	36.3	31.4	31.0	32.5	34.0
판매비와관리비	223	184	190	208	215
영업이익	536	373	325	361	417
영업이익률 (%)	25.6	21.0	19.6	20.6	22.4
비영업손익	34	26	14	15	23
순금융비용	-15	-14	-15	-19	-22
외환관련손익	20	18	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업이익	570	399	338	376	440
세전계속사업이익률 (%)	27.2	22.5	20.4	21.5	23.7
계속사업법인세	138	97	85	94	110
계속사업이익	432	302	254	282	330
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	432	302	254	282	330
순이익률 (%)	20.7	17.1	15.3	16.1	17.8
지배주주	429	302	252	279	326
지배주주귀속 순이익률(%)	20.51	17.06	15.17	15.94	17.54
비지배주주	3	0	2	3	4
총포괄이익	421	291	242	270	319
지배주주	418	291	241	268	316
비지배주주	3	-1	1	2	3
EBITDA	577	416	373	410	469

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	8.4	-15.4	-6.3	5.4	6.3
영업이익	9.4	-30.5	-12.9	11.1	15.7
세전계속사업이익	15.3	-30.0	-15.2	11.1	17.1
EBITDA	9.2	-28.0	-10.4	10.0	14.3
EPS(계속사업)	13.4	-29.6	-16.7	10.8	17.0
수익성 (%)					
ROE	16.3	10.3	7.9	8.2	9.0
ROA	13.5	8.8	6.9	7.3	8.0
EBITDA마진	27.6	23.5	22.5	23.4	25.2
안정성 (%)					
유동비율	533.3	685.6	778.5	864.3	910.5
부채비율	17.5	14.4	13.3	12.7	12.5
순차입금/자기자본	-35.6	-35.3	-42.1	-44.5	-46.7
EBITDA/이자비용(배)	142.3	124.3	111.4	122.6	161.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,152	2,219	1,849	2,050	2,397
BPS	20,702	22,443	24,214	25,785	27,703
CFPS	3,453	2,535	2,202	2,411	2,773
주당 현금배당금	400	400	400	400	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.3	13.3	12.4	11.2	9.6
PER(최저)	6.9	9.1	10.0	9.0	7.7
PBR(최고)	1.9	1.3	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR	7.2	8.3	9.7	8.9	7.7
EV/EBITDA(최고)	7.6	7.3	4.9	4.1	3.1
EV/EBITDA(최저)	3.5	4.2	-3.5	-3.6	-3.5

SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sk.com

02-3773-9005

Company Data

자본금	130 억원
발행주식수	2,600 만주
자사주	42 만주
액면가	500 원
시가총액	1,586 억원
주요주주	
박은미(외5)	37.06%
우종인(외3)	30.89%
외국인지분률	2.30%
배당수익률	

Stock Data

주가(17/03/27)	6,090 원
KOSDAQ	607.07 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	7,080 원
52주 최저가	2,480 원
60일 평균 거래대금	16 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.2%	-9.4%
6개월	72.8%	92.2%
12개월	82.1%	106.8%

비에이치아이 (083650/KQ | Not Rated)

실적회복의 원년이 될 것이다

1998 년에 설립된 이후 발전용 기자재를 전문으로 설계 및 생산하는 사업을 영위하는 회사이다. 지난 수년간 유가 급락에 따라 어려움을 겪었지만, 유가가 \$50/bbl 수준에 머무르면서 복합화력발전에 대한 발주 증가가 기대된다. 국내외 경쟁사들의 재무적 어려움으로 인해 경쟁강도 완화에 따른 수혜가 예상되고, 환경기준에 부합하는 새로운 아이টে에 대한 관심이 높아지고 있는 시점이다.

우호적으로 변화하고 있는 수주 환경

최근 수년간 유가급락에 따른 영향으로 복합화력발전 발주가 취소되거나 지연되는 경우가 잦았다. 그러나 유가가 \$50/bbl 을 넘나들면서 발주상황이 조금씩 개선되는 분위기이다. 중동을 비롯한 기존 발주 지역외에도 LNG 복합화력발전을 선호하는 미국과, 경제제재가 끝난 이란에서도 발주가 재개되고 있는 상황이 긍정적으로 보인다. 뿐만 아니라, 지난 수년간의 불황으로 Ansaldo, STF 와 같은 경쟁사들이 재무적 위기 상태에 놓여있다. 향후 수주 경쟁시 동사가 유리한 입장을 선점할 수 있을 것이다.

새롭게 주목받는 아이템이 있다

'환경 친화적'이라는 이슈가 석탄화력발전에도 적용되고 있다. 우리 정부 또한 20 년 이상된 석탄발전기에 대해 대대적 성능개선 및 환경설비 전면교체를 권고하고 있고, 같은 논리로 동남아 지역에서도 환경기준에 부합하는 석탄화력발전기에 대한 수요가 예상된다. 동사는 국내 최초로 친환경적인 USC 급 복합화력발전소 (595MW) 2 기를 수주한 경험이 있다. 뿐만 아니라 최근에 동사의 Enamel-Coating 을 한 GGH 에 대한 관심이 높아지고 있다.

실적회복에 속도가 붙을 것이다

2017 년에는 작년의 턴어라운드 에 이어 실적 회복에 속도가 붙을 것이다. 매출액 4,500 억원(+44% yoy), 영업이익 247 억원(+66% yoy)을 예상된다. 현재 수주잔고 7,000 억원 중 3,000 억원, 올해 신규수주분에서 1,500 억원 정도가 매출인식이 가능할 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	2,444	5,021	6,213	4,970	3,564
yoy	%	N/A(IFRS)	105.4	23.7	-20.0	-28.3
영업이익	억원	162	251	247	-6	-411
yoy	%	N/A(IFRS)	54.8	-1.4	적전	적지
EBITDA	억원	215	318	331	83	-320
세전이익	억원	89	319	196	-184	-649
순이익(지배주주)	억원	85	244	182	-192	-678
영업이익률%	%	6.6	5.0	4.0	-0.1	-11.5
EBITDA%	%	8.8	6.3	5.3	1.7	-9.0
순이익률	%	3.5	4.8	2.9	-3.9	-18.9
EPS	원	327	937	701	-716	-2,586
PER	배	32.8	14.4	11.1	N/A	N/A
PBR	배	2.8	2.5	1.3	1.1	0.7
EV/EBITDA	배	16.9	18.4	14.6	48.2	N/A
ROE	%	N/A(IFRS)	20.8	12.5	-13.4	-61.7
순차입금	억원	857	2,340	2,817	2,481	2,324
부채비율	%	280.1	326.3	265.5	306.3	411.9

발전용 기자재 설계 및 제작 업체

1998년 설립된 발전용 기자재를 전문으로 설계 및 제작하는 기업

동사는 1998년 설립된 이후 발전용 기자재를 전문으로 설계 및 생산하는 사업을 영위하고 있다. 주력으로 생산하는 제품으로는 복합화력발전에 사용되는 HRSG(배열회수보일러)를 선두로 석탄화력 발전용 CFB(Circulated Fluidized Bed)/PC(Pulverized Coal) 보일러 및 원자력 발전의 B.O.P(Balance of Plant)와 보조기기(복수기, 냉각수 쿨러 등)들이 있다. 주요 고객으로는 한국전력을 비롯한 전력회사와 발전사업자, 국내외 EPC, POSCO 포함한 제철회사 등이 있다.

그림 1 > 복합화력발전 공정



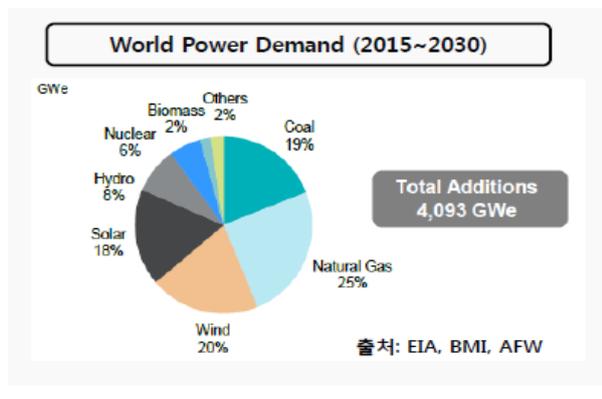
자료 : 비에이치아이, SK 증권

우호적으로 변화하고 있는 수주 환경

유가가 반등하면서 산유국 및 북미 지역으로부터 회복세를 보이고 있는 발주상황에 따른 수혜 예상

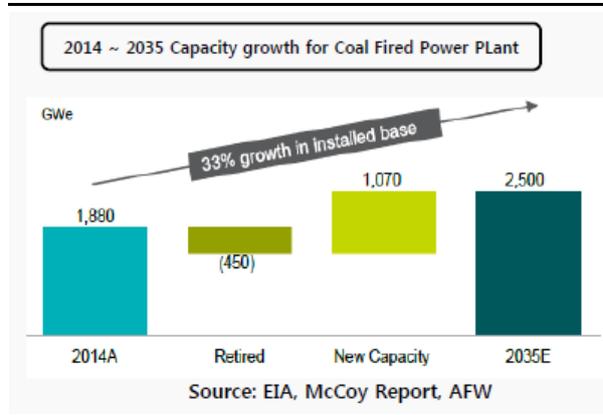
최근 3~4 년간 유가 급락에 따른 영향으로 복합화력발전 발주가 취소되거나 지연되는 경우가 잦았다. 그러나 바닥을 찍은 유가가 작년 하반기부터 배럴(bbl)당 50\$을 넘나들면서 발주 상황이 조금씩 개선되는 분위기이다. 기존 복합화력발전 발주 지역은 중동과 아프리카, 동남아 일부 지역이 주를 이루었으나 최근에는 LNG 부자인 미국과 경제제재가 끝난 이란에서도 심심치 않게 발주가 나오고 있다. 동사는 작년에 이미 미국에서 168 억원, 이란에서는 300 억원 정도의 수주를 받았고, 이를 바탕으로 신시장에서 추가 수주를 받기 위해 도전하고 있다. 특히, 이란의 경우 한국 EPC 들이 추진중인 다수의 CCPP(Combined Cycle Power Plant) 프로젝트에 참여하게 될 가능성이 높아 보인다.

그림 2 > 세계 전력수요 전망



자료 : 비에이치아이, SK 증권

그림 3 > 석탄화력발전 전망



자료 : 비에이치아이, SK 증권

경쟁강도가 약해졌다

수년간의 불황으로 상당수의 경쟁사가 재무적 위기 호소중, 경쟁강도 완화에 따른 수혜 예상

지난 수년간의 불황으로 인해 대부분의 발전 기자재 업체들이 어려움을 겪었고, 동사도 예외일 수 없었다. 2년간(14~15) 대규모 적자와 작년에는 10%의 인력 감축의 고통을 감내해야 했다. 그러나 타 경쟁사들은 상황이 더 심각한 듯 하다. Global peer group 중 Ansaldo, STF 등은 재무상태가 심각한 수준에 이르렀고, 국내에서도 다수의 HRSG 업체들이 부실화된 상태이다. 이는 향후 발주사들이 BHI의 손을 잡을 확률이 좀 더 높아질 것을 말하고, 발전시황이 개선될수록 동사의 매출성장 속도도 과거보다 빨라질 것을 의미한다.

새롭게 주목받는 아이템이 있다

탈황 및 탈질시설이 겸비된 석탄화력발전보일러와 Coating 된 GGH에 대한 수요 증가 예상

산업통상자원부에서 밝힌 '석탄발전 처리 및 오염물질 감축 계획'을 살펴보면 30년 이상된 석탄발전기는 폐지하고, 20년 이상된 기기에 대해서는 대대적 성능개선 및 환경설비 전면교체를 권고하고 있다. 동사는 탈황 및 탈질시설을 제작하고 있으며, 국내 최초로 친환경적인 USC 급 북평화력발전보일러(595MW) 2기를 납품한 경험이 있다. '친환경'이란 주제는 갈수록 중요성이 부각되는 global 한 이슈이다. 환경기준에 부합하고 단가가 낮은 석탄화력발전에 대한 수요가 동남아시아를 중심으로 증가할 것이고, 이에 따른 수혜가 예상된다.

최근에 GGH(Gas Gas Heater)의 매출이 증가하고 있다. BHI의 GGH는 기존의 GGH와 달리 Fin-Tube에 Enamel-Coating을 함으로써 Heat-Element에 발생하는 부식을 예방하여 환경 친화적인 발전소 운영이 가능할 수 있도록 돕는다. Enamel-Coating을 한 GGH에 대한 관심이 높아지고 있는 이유다.

그림 4> Non-Coating vs Enamel Coating



자료 : 비에이치아이, SK 증권

2017 년은 실적 회복의 원년

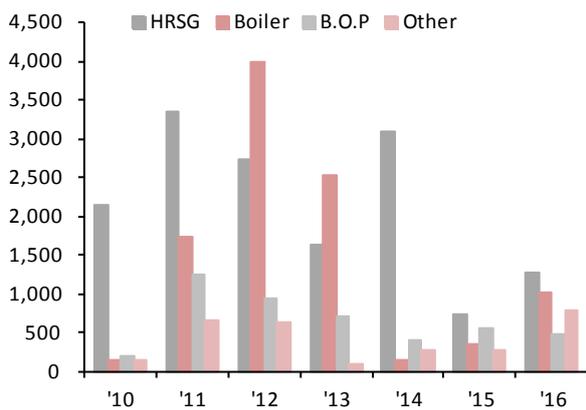
2017 년 매출액 4,500 억원(+44% yoy), 영업이익 247 억원(+66% yoy)을 예상

2017 년에는 작년의 턴어라운드에 이어 실적 회복에 속도가 붙을 것이다. 매출액 4,500 억원(+44% yoy), 영업이익 247 억원(+66% yoy)을 예상한다. 현재 수주잔고 7,000 억원중 3,000 억원, 올해 신규수주분에서 1,500 억원 정도가 매출인식이 가능할 것이다.

최근 4 개년 제품별 매출액 및 2017 년 전망

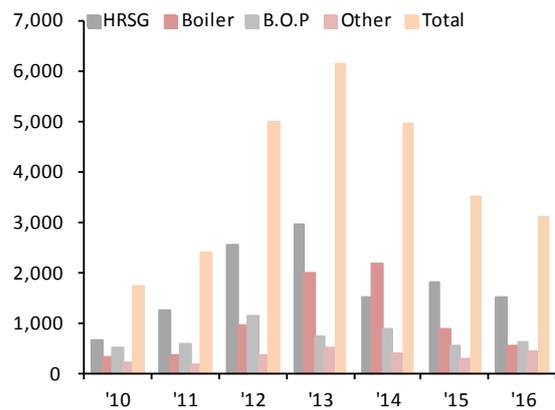
구 분	FY-2013	FY-2014	FY-2015	FY-2016	FY-2017(E)
HRSG	2,955	1,509	1,800	1,514	2,200
Boiler	1,986	2,171	872	549	900
B.O.P	729	885	563	613	700
기타	499	385	300	427	700
매출총계	6,169	4,950	3,535	3,103	4,500
영업이익	240	-7	-413	138	247
영업이익률(%)	3.9%	-0.1%	-11.7%	4.5%	5.5%
순이익	165	-195	-637	101	175

그림 5> 신규수주 추이



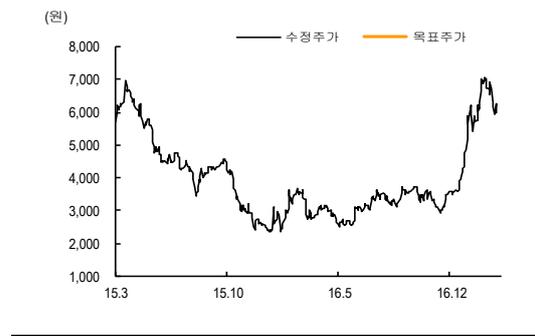
자료 : 비에이치아이, SK 증권

그림 6> 제품별 매출액 추이



자료 : 비에이치아이, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.28	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(서중우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 21일 기준)

매수	96.24%	중립	3.76%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
유동자산	2,126	3,668	3,515	3,002	2,069
현금및현금성자산	125	55	56	85	126
매출채권및기타채권	1,127	2,931	3,233	2,626	1,693
재고자산	34	95	122	139	76
비유동자산	1,572	2,194	2,185	2,351	2,485
장기금융자산	102	137	222	229	173
유형자산	1,229	1,683	1,658	1,709	2,072
무형자산	191	275	256	240	218
자산총계	3,699	5,863	5,700	5,353	4,554
유동부채	1,677	2,994	2,957	3,363	3,014
단기금융부채	769	1,537	1,922	2,107	2,173
매입채무 및 기타채무	831	1,226	918	1,054	775
단기충당부채					
비유동부채	1,048	1,494	1,183	672	650
장기금융부채	921	1,313	999	482	380
장기매입채무 및 기타채무					2
장기충당부채	16	15	11	10	22
부채총계	2,726	4,487	4,140	4,036	3,665
지배주주지분	973	1,364	1,553	1,310	888
자본금	65	65	65	65	130
자본잉여금	148	152	160	161	96
기타자본구성요소	-40	-40	-10	-50	-60
자기주식	-40	-40	-10	-50	-60
이익잉여금	799	1,025	1,196	992	334
비지배주주지분		11	7	8	1
자본총계	973	1,375	1,560	1,318	890
부채외자본총계	3,699	5,863	5,700	5,353	4,554

현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
영업활동현금흐름	55	-1,108	-415	672	251
당기순이익(손실)	89	319	196	-184	-672
비현금성항목등	125	136	200	333	433
유형자산감가상각비	38	47	63	68	69
무형자산감가상각비	16	20	21	21	21
기타	72	69	116	244	343
운전자본감소(증가)	-70	-1,494	-563	712	568
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-409	-1,817	-307	542	981
재고자산감소(증가)	-22	-62	-27	-9	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	485	397	-308	127	-262
기타	-942	-3,646	-535	1,136	1,847
법인세납부	-52	-17	-135	-64	
투자활동현금흐름	-452	-231	302	-104	-108
금융자산감소(증가)	-321	212	370	-18	44
유형자산감소(증가)	-98	-285	-52	-116	-121
무형자산감소(증가)	-11	-103	-5	-5	3
기타	13	727	267	353	95
재무활동현금흐름	425	1,264	115	-540	-101
단기금융부채증가(감소)	56	315	-532	-6,261	-327
장기금융부채증가(감소)	403	940	630	5,783	236
자본의증가(감소)		19	51		
배당금의 지급	23	9	27	18	
기타		0	3	1	2
현금의 증가(감소)	28	-70	0	29	41
기초현금	98	125	55	56	85
기말현금	125	55	56	85	126
FCF	N/A(IFRS)	-1,695	-412	574	36

자료 : 비에이치아이, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	2,444	5,021	6,213	4,970	3,564
매출원가	2,067	4,502	5,643	4,626	3,662
매출총이익	377	519	570	345	-98
매출총이익률 (%)	15.4	10.3	9.2	6.9	-2.8
판매비와관리비	215	268	323	351	313
영업이익	162	251	247	-6	-411
영업이익률 (%)	6.6	5.0	4.0	-0.1	-11.5
비영업손익	-73	69	-51	-177	-239
순금융비용	39	78	121	127	71
외환관련손익	-26	41	45	-3	43
관계기업투자등 관련손익	-3	-4			-24
세전계속사업이익	89	319	196	-184	-649
세전계속사업이익률 (%)	3.6	6.4	3.2	-3.7	-18.2
계속사업법인세	4	80	18	2	17
계속사업이익	85	240	178	-186	-666
중단사업이익				-6	-6
*법인세효과				12	24
당기순이익	85	240	178	-192	-672
순이익률 (%)	3.5	4.8	2.9	-3.9	-18.9
지배주주	85	244	182	-192	-678
지배주주귀속 순이익률(%)	3.48	4.85	2.93	-3.87	-19.03
비지배주주		-4	-4	0	6
총포괄이익	81	393	173	-196	-406
지배주주	81	392	179	-196	-412
비지배주주		0	-6	0	6
EBITDA	215	318	331	83	-320

주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
성장성 (%)					
매출액	N/A(IFRS)	105.4	23.7	-20.0	-28.3
영업이익	N/A(IFRS)	54.8	-1.4	적전	적지
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	259.5	-38.5	적전	적지
EBITDA	N/A(IFRS)	47.8	4.1	-74.9	적전
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	186.2	-25.1	적전	적지
수익성 (%)					
ROE	N/A(IFRS)	20.8	12.5	-13.4	-61.7
ROA	N/A(IFRS)	5.0	3.1	-3.5	-13.6
EBITDA마진	8.8	6.3	5.3	1.7	-9.0
안정성 (%)					
유동비율	126.8	122.5	118.9	89.3	68.6
부채비율	280.1	326.3	265.5	306.3	411.9
순차입금/자기자본	88.0	170.1	180.6	188.3	261.2
EBITDA/이자비용(배)	3.2	3.0	2.4	0.6	-3.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	327	937	701	-716	-2,586
BPS	3,896	5,400	6,011	5,230	3,647
CFPS	532	1,196	1,025	-396	-2,263
주당 현금배당금	70	210	140		
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	35.6	17.8	21.9	N/A	N/A
PER(최저)	21.5	11.4	9.7	N/A	N/A
PBR(최고)	3.0	3.1	2.6	1.8	1.9
PBR(최저)	1.8	2.0	1.1	1.1	0.7
PCR	20.1	11.3	7.6	-14.7	-1.1
EV/EBITDA(최고)	18.3	21.2	20.9	60.3	-13.3
EV/EBITDA(최저)	12.7	16.3	14.1	49.2	-9.6

SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sk.com

02-3773-9005

Company Data

자본금	252 억원
발행주식수	6,399 만주
자사주	9 만주
액면가	500 원
시가총액	1,088 억원
주요주주	
한솔홀딩스(외5)	37.40%

외국인지분률	1.00%
배당수익률	

Stock Data

주가(17/03/27)	1,650 원
KOSDAQ	607.07 pt
52주 Beta	0.86
52주 최고가	2,954 원
52주 최저가	1,640 원
60일 평균 거래대금	3 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.6%	1.7%
6개월	-9.3%	2.3%
12개월	-26.1%	-15.9%

한솔신텍 (099660/KQ | Not Rated)

CFBC 보일러가 끌고, 수선/정비사업이 밀고!

한솔신텍은 발전용 보일러를 설계·제작하는 사업을 영위하는 회사이다. 주력으로 생산하는 제품은 CFBC 보일러(순환유동층발전)를 비롯하여 석탄화력발전, HRSG, 산업용보일러 등이 있다. 중소형 CFBC 보일러의 강자로서 많은 고객군이 있는 동남아지역 및 국내 RPS 제도에 따른 영향으로 직접적인 수혜가 예상된다. 최근에는 경쟁이 낮고 마진율이 높은 수선/정비사업 부문에 대한 집중으로 수익성과 안정성을 높이고 있다.

CFBC 보일러 중심의 성장 지속 전망

CFBC 보일러는 매출의 50% 이상, 현 기준으로 수주잔고의 70% 이상을 차지하는 명실상부한 주력제품이다. CFBC 보일러는 기존의 PC 보일러와 달리 저급탄, 바이오매스 등을 사용하여 오염물질 배출이 적고, 낮은 연료비 등 다양한 장점을 갖고 있다. 특히 동사의 CFBC 보일러는 글로벌 주요 원천기술 업체와 기술을 제휴하고 있으며 자체적으로 기본 설계 및 제작이 가능하기에 경쟁사 대비 높은 원가경쟁력을 확보하고 있다. 기본적으로 동남아 지역에서 수요가 많고, 국내에서는 RPS(신재생 에너지 공급의무화 제도)의 적용범위에 포함되면서 선호도가 높아지고 있다. RPS 제도 도입 이후 발주된 2,397억원 전량을 수주했고, 1 조원 정도로 예상되는 추가 발주에도 직접적인 수혜가 예상된다.

한편, 보일러 사업외에 수선/정비 사업도 진행중이다. '14 년도 관련 수주잔고가 전체 중 1.4%에 불과했으나 '16 년도에는 20% 수준까지 이를만큼 빠르게 성장하고 있다. 수선/정비 사업은 마진율이 높고 경쟁이 치열하지 않아 동사의 수익성 개선에 기여할 것으로 판단된다.

실적전망

지난해 매출액은 1,607 억원, 영업이익은 101 억원으로 전년대비 소폭 성장했다. '17 년도에는 다소 풀리고 있는 전방산업 분위기와 CFBC 보일러에 대한 높은 관심 및 고마진의 수선/정비사업의 성장을 반영하여 매출액 2,050(+28% yoy)억원, 영업이익 112(+6% yoy)억원을 예상한다

영업실적 및 투자지표

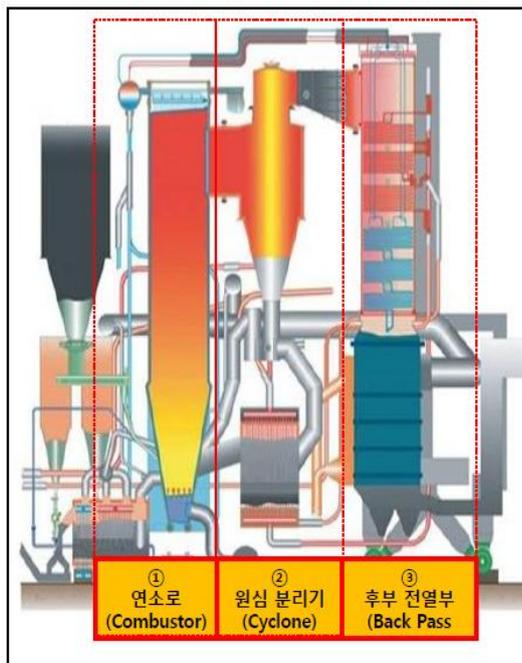
구분	단위	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	1,177	2,235	1,271	1,307	1,607
yoy	%	-26.8	89.9	-43.1	2.8	23.0
영업이익	억원	-87	-53	-253	96	101
yoy	%	적전	적지	적지	흑전	6.0
EBITDA	억원	-62	-22	-208	142	101
세전이익	억원	115	-158	-460	17	147
순이익(지배주주)	억원	110	-142	-339	9	27
영업이익률%	%	-7.4	-2.4	-19.9	7.3	6.6
EBITDA%	%	-5.3	-1.0	-16.3	10.9	6.2
순이익률	%	9.2	-6.4	-26.7	0.7	1.7
EPS	원	697	-751	-1,588	22	36
PER	배	8.7	N/A	N/A	99.6	51.6
PBR	배	2.4	1.9	1.4	1.8	1.4
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	14.0	12.5
ROE	%	32.4	-32.5	-86.5	2.0	2.8
순차입금	억원	824	1,256	831	798	613
부채비율	%	369.3	370.3	468.4	257.5	179.3

발전용 보일러 설계·제작 전문기업

발전용 보일러를 설계 및 제작하는
업체, 2012년 3월 한솔그룹에
피인수됨

한솔신텍은 발전용 보일러를 설계·제작하는 사업을 영위하는 회사이다. 2001년 중공업 구조조정 시기에 삼성중공업 발전사업부를 퇴사한 엔지니어들에 의해 설립되었으며, 2012년 3월에 한솔그룹에 피인수 되었다. 주력으로 생산하는 제품은 CFBC 보일러(순환유동층발전)를 비롯하여 석탄화력발전 보일러, HRSG, 산업용 보일러 등이 있다. 주요 고객은 전력회사 및 발전회사, 국내외 EPC 업체들이다.

그림 1> CFBC 보일러의 구조 및 특징



CFBC의 특징

- PC 보일러 대비 낮은 운영비(연료비)
 - ▶ 저급석탄, 바이오매스, 폐기물 등 연료 사용

- 친환경 설비
 - ▶ 저온연소¹⁾를 통한 연소로내 탈황 반응 촉진²⁾ 및 질소산화물(NOx) 발생²⁾ 억제

- 고효율 설비
 - ▶ 순환을 통한 미연소분의 완전 연소 가능

- 다양한 연료의 사용에 따른 운전의 어려움

1) CFBC의 연소 온도 : 850 °C ~900°C

▶ PC보일러 연소 온도는 1,000 °C 이상

2) 탈황을 위한 최적의 석회석 반응온도 : 850 °C ~900°C

3) NOx는 950 °C 이상 연소시 발생

자료 : 한솔신텍, SK증권

CFBC 보일러 중심의 성장 지속 전망

매출비중의 50% 이상을 차지하는 CFBC 보일러 중심의 지속적인 성장 가능, 경쟁률이 낮고 마진율이 높은 수선/유지사업도 가파른 성장중

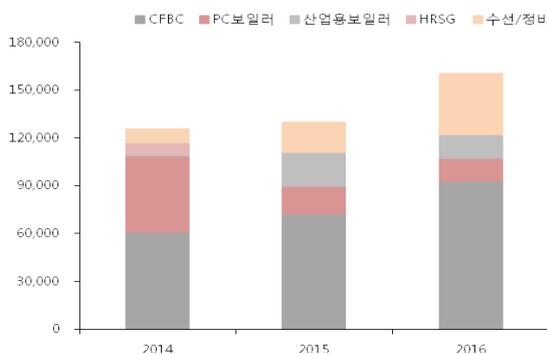
CFBC 보일러는 매출의 50% 이상, 현 기준으로 수주잔고의 70% 이상을 차지하는 명실상부한 주력제품이다. CFBC 보일러는 기존의 PC 보일러와 달리 저급탄, 바이오매스, 가연성폐기물 등을 사용하여 오염물질 배출이 적고, 이외에도 낮은 운영비 등 다양한 장점을 갖고 있다. 특히 동사의 CFBC 보일러는 글로벌 주요 원천기술 업체인 일본 IHI사와 독일 Envirotherm사에서 기술을 제휴받고 있으며, 자체적으로 기본설계 및 제작이 가능하기에 경쟁사 대비 높은 원가경쟁력을 확보하고 있다. 원래는 동남아 지역에서 수요가 높아 해당지역으로부터의 수주가 많았으나, 고효율의 친환경 기술로 인정받으면서 발주처가 증가하고 있고, 특히 국내의 경우 RPS(신재생에너지공급의무화)의 적용 범위에 포함되면서 선호도가 높아지고 있다.

RPS 제도란 대규모 발전사업자에게 신·재생에너지를 이용한 발전을 의무한 제도이며, 정부는 연도별 의무공급량 비율을 2012년 공급의무자 총발전량의 2%에서 2024년 10%까지 점진적으로 확대할 계획을 밝혔다. 2012년 RPS 제도의 도입 이후 실제 발주가 나온 것은 2,397 억원이며, 동사가 전량 석권하면서 50MW 이하 중소형 시장에서 차별적 경쟁우위에 있음을 나타냈다. 현재까지 정부의 CFBC 인허가 금액이 1.3조원 수준이므로, 1조원 정도의 추가 발주가 대기중에 있고, 작년말에 유예기간이 끝났으므로 올해 다수의 발주가 있을 것으로 추정된다. 중소형 CFBC 보일러시장에서 독점적 지위를 누리고 있는 동사의 수혜가 예상된다.

한편, 보일러 설계·제작 사업외에 수선/정비 사업도 진행중이다. '14년도에는 수주잔고의 1.4%에 불과했으나 '16년에는 수주잔고의 20% 수준까지 빠르게 증가하고 있다. 수선 및 정비사업은 마진율이 비교적 높고 경쟁이 치열하지 않은 것으로 판단되고, 노후화된 보일러가 증가하고 있는 만큼 시장 전망도 밝아 이익성장에 기여할 것으로 보인다.

그림 2> 최근 3년간 매출비중 추이

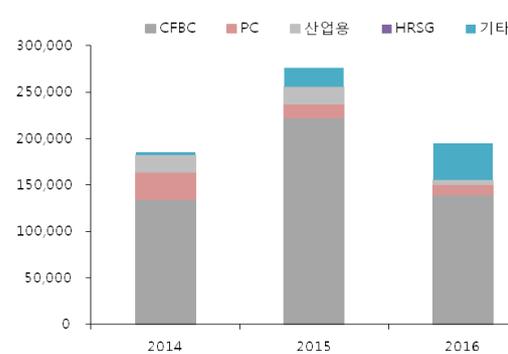
(단위: 백만원)



자료 : 한솔신택, SK증권

그림 3> 3년간 제품별 수주잔고 추이

(단위: 백만원)



자료 : 한솔신택, SK증권

실적전망

2017년도 성장 지속, 매출액과
영업이익은 전년대비 각각 28%,
6% 증가 예상

지난해 매출액은 1,607 억원, 영업이익 101 억원으로 전년대비 소폭 성장했다. '17 년도에는 유가 급락의 충격에서 회복하고 있는 전방산업의 분위기와 CFBC 보일러에 대한 높은 관심 및 고마진의 수선/정비사업 전망을 반영하여 매출액 2,050(+28% yoy) 억원, 영업이익 112(+6% yoy) 억원을 예상한다. CFBC 보일러가 성장을 주도하고, 수선/정비 및 환경관련 설비들이 수익성을 높이는 한 해가 될 것이다.

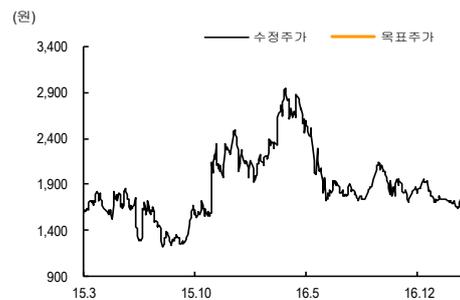
최근 3년간 제품별 매출액 및 2017년 전망

(단위: 백만원)

구 분	FY-2014	FY-2015	FY-2016	FY-2017(E)
CFBC보일러	61,015	72,632	92,805	140,000
PC보일러	47,662	17,015	14,723	9,700
산업용보일러	719	21,178	14,432	10,000
HRSG	7,734	377	27	300
기타	8,225	18,572	38,429	45,000
매출총계	125,356	129,774	160,416	205,000
영업이익	-25,418	9,572	10,564	11,275
영업이익률(%)	-20.30%	7.40%	6.6	5.5
순이익	-14,017	-33,976	917	1,000

자료: 한솔신텍, SK증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.03.28	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(서중우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.3%	중립	3.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
유동자산	916	1,236	622	1,162	1,243
현금및현금성자산	62	10	24	107	139
매출채권및기타채권	523	1,032	513	955	976
재고자산	244	63	39	41	70
비유동자산	937	1,031	1,106	1,089	1,082
장기금융자산	33	15	20	48	76
유형자산	713	781	730	716	687
무형자산	15	55	62	49	34
자산총계	1,853	2,266	1,728	2,251	2,325
유동부채	759	1,184	1,274	1,024	1,122
단기금융부채	276	756	869	453	467
매입채무 및 기타채무	280	407	247	430	459
단기충당부채				0	0
비유동부채	699	601	150	598	371
장기금융부채	629	534		486	299
장기매입채무 및 기타채무	13	21	6	6	1
장기충당부채	37	24	113	71	30
부채총계	1,458	1,784	1,424	1,622	1,493
지배주주지분	393	481	302	628	831
자본금	48	78	133	252	320
자본잉여금	236	445	550	746	870
기타자본구성요소	-12	-12	-12	-12	-12
자기주식	-12	-12	-12	-12	-12
이익잉여금	123	-24	-363	-355	-336
비지배주주지분	1	1	2	2	1
자본총계	395	482	304	630	832
부채외자본총계	1,853	2,266	1,728	2,251	2,325

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	-557	-537	310	-231	
당기순이익(손실)	115	-158	-460	17	
비현금성항목등	-119	132	178	97	
유형자산감가상각비	24	25	31	30	
무형자산감가상각비	1	6	15	16	
기타	-144	100	133	51	
운전자본감소(증가)	-508	-442	651	-282	
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-47	-460	463	-429	
재고자산감소(증가)	-233	181	24	-2	
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-155	136	-156	181	
기타	-167	-1,218	1,247	-890	
법인세납부		-1	0	0	
투자활동현금흐름	2	-137	-30	-67	
금융자산감소(증가)	1	0	7	-49	
유형자산감소(증가)	-12	-94	-11	-14	
무형자산감소(증가)	-3	-45	-27	-3	
기타	2	1	2	2	
재무활동현금흐름	488	623	-265	381	
단기금융부채증가(감소)	-399	386	-481	-737	
장기금융부채증가(감소)	589	1	50	803	
자본의증가(감소)	0	239	160	315	
배당금의 지급	0				
기타	297	2	6	0	
현금의 증가(감소)	-69	-51	14	83	
기초현금	130	62	10	24	
기말현금	62	10	24	107	
FCF	-410	-592	583	-228	

자료 : 한솔신텍, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	1,177	2,235	1,271	1,307	1,607
매출원가	1,109	2,167	1,370	1,043	1,350
매출총이익	68	68	-99	264	257
매출총이익률 (%)	5.8	3.0	-7.8	20.2	16.0%
판매비와관리비	155	121	154	168	155
영업이익	-87	-53	-253	96	101
영업이익률 (%)	-7.4	-2.4	-19.9	7.3	6.3%
비영업손익	202	-104	-208	-78	101
순금융비용	46	73	67	69	-74
외환관련손익	-10	-3	-5	21	-70
관계기업투자등 관련손익					-4
세전계속사업이익	115	-158	-460	17	0
세전계속사업이익률 (%)	9.8	-7.1	-36.2	1.3	27
계속사업법인세	7	-14	-121	8	1.7%
계속사업이익	109	-143	-340	9	8
중단사업이익					20
*법인세효과					0
당기순이익	109	-143	-340	9	0
순이익률 (%)	9.2	-6.4	-26.7	0.7	20
지배주주	110	-142	-339	9	12%
지배주주귀속 순이익률(%)	9.35	-6.36	-26.65	0.7	20
비지배주주	-2	-1	-1	0	1.3%
총포괄이익	106	-152	-340	11	-1
지배주주	108	-150	-339	10	11
비지배주주	-2	-2	-1	0	11
EBITDA	-62	-22	-208	142	-1

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)					
매출액	-26.8	89.9	-43.1	2.8	
영업이익	적전	적지	적지	흑전	
세전계속사업이익	2,073.9	적전	적지	흑전	
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	
EPS(계속사업)	1,251.1	적전	적지	흑전	
수익성 (%)					
ROE	32.4	-32.5	-86.5	2.0	
ROA	6.2	-7.0	-17.0	0.5	
EBITDA마진	-5.3	-1.0	-16.3	10.9	
안정성 (%)					
유동비율	120.7	104.4	48.8	113.5	
부채비율	369.3	370.3	468.4	257.5	
순차입금/자기자본	208.7	260.7	273.4	126.6	
EBITDA/이자비용(배)	-1.3	-0.3	-3.1	2.0	
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	697	-751	-1,588	22	
BPS	2,568	2,521	1,100	1,271	
CFPS	855	-585	-1,376	137	
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.5	N/A	N/A	104.8	
PER(최저)	5.4	N/A	N/A	54.3	
PBR(최고)	3.1	3.4	4.7	1.9	
PBR(최저)	1.5	1.5	1.3	1.0	
PCR	7.1	-8.1	-1.1	16.3	
EV/EBITDA(최고)	-43.1	-143.5	-9.6	14.6	
EV/EBITDA(최저)	-24.4	-97.0	-6.1	9.3	

SK COMPANY Analysis



Analyst
나승두

nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Company Data

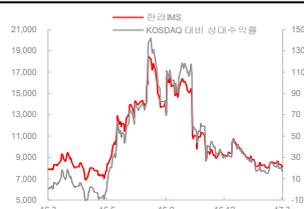
자본금	50 억원
발행주식수	1,010 만주
자사주	22 만주
액면가	500 원
시가총액	815 억원
주요주주	
지석준(외5)	49.90%

외국인지분률	150%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(17/03/27)	8,140 원
KOSDAQ	607.07 pt
52주 Beta	1.41
52주 최고가	18,450 원
52주 최저가	6,860 원
60일 평균 거래대금	6 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.5%	-0.3%
6개월	-38.9%	-31.0%
12개월	2.7%	16.9%

한라 IMS (092460/KQ | Not Rated)

향후 5 년이 기대된다

- 레벨계측 관련 국내 1 위 기업, 대형 조선사 배부분을 고객으로 확보 중
- 선박평형수관리협약(BWMC)의 발효로 평형수 처리 설비(BWTS) 수주 증가 기대
- 지난해 현존선 BWTS 첫 수주 성공, 신규 건조 선박들의 경우 장비 장착 의무화
- 오는 7 월 IMO 회의(발효 시점 연기 논의) 결과 및 수주 추이 모니터링 필요

레벨계측 관련 조선기자재 국내 1 위 기업

한라 IMS 는 레벨계측 관련 조선기자재 전문 생산 기업이다. 유조선, LPG/LNG Tanker 와 같은 에너지 운반선의 경우 제품 상태를 사람이 직접 확인하기 어렵고 위험성이 크기 때문에 레벨계측 시스템을 활용하고 있다. 현대중공업/현대미포조선/삼성중공업/대우조선해양 등 국내 대형 조선사 대부분을 고객으로 확보 중이며, 일본/중국/동남아 등으로 수출도 이뤄지고 있다.

선박 평형수 시장 개화

선박 평형수로 인한 해양 생태계 파괴 등의 문제를 막기 위해, 국제해사기구(IMO)는 오는 9 월부터 선박 평형수 처리 설비(BWTS)의 부착을 의무화하는 협약을 발효했다. 동사는 2015 년 해양수산부로부터 선박 평형수 처리 설비(BWTS)에 대한 형식 승인을 받았으며, 지난해 현존선 첫 수주에 성공했다. 특히 레벨계측/VRC 사업부문과 함께 평형수 관련 통합 패키지 시스템(3Ballast) 공급이 가능함에 따라, 기존 선주 고객들의 추가 수주 가능성이 높다.

무난한 매출 회복 가능할 것

지난해 전방 산업의 침체로 인한 매출액 감소도 불가피 했지만, 평형수 처리 설비(BWTS) 및 기타 신기술 개발을 위한 연구개발비도 증가하면서 영업이익의 감소폭이 컸다. 올해는 VRC 부문과 평형수 처리 설비(BWTS) 중심의 성장이 기대된다. 단, 아직까지는 발효 시점 연기 등 변수가 남아있기 때문에 수주 현황에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	346	421	471	425
yoy	%	-10.6	21.6	11.8	-9.7
영업이익	억원	-16	22	42	24
yoy	%	적전	흑전	93.4	-42.2
EBITDA	억원	-1	35	56	38
세전이익	억원	5	48	62	35
순이익(지배주주)	억원	10	43	57	35
영업이익률%	%	-4.6	5.2	9.0	5.7
EBITDA%	%	-0.4	8.2	11.9	8.9
순이익률	%	3.0	10.2	12.1	8.2
EPS	원	116	472	595	351
PER	배	36.2	10.9	11.3	26.9
PBR	배	0.7	0.8	1.0	1.4
EV/EBITDA	배	N/A	8.2	9.2	20.8
ROE	%	1.9	7.5	9.2	5.2
순차입금	억원	-140	-187	-138	-163
부채비율	%	48.8	47.0	40.4	31.5

레벨계측 및 자동화 전문 기업

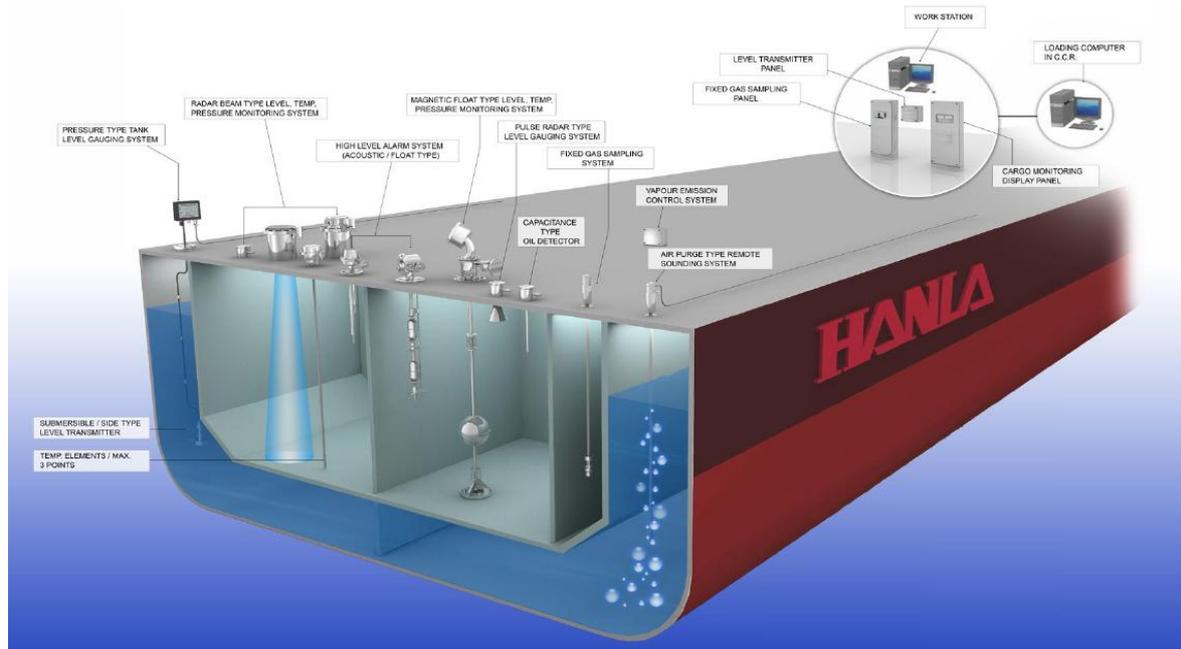
사람이 직접 확인하기 어렵거나
위험성이 큰 제품 운반선에
도입되는 '레벨계측' 전문 기업

한라IMS는 레벨계측 관련 조선기자재 전문 생산 기업이다. '레벨계측'이란 밀폐된 공간에 저장된 액상 제품의 상태를 원격으로 측정하여 자동으로 제어하고 경보하는 시스템을 일컫는다. 대표적으로 유조선, LPG/LNG Tanker 와 같은 에너지 운반선들은 제품 상태를 사람이 육안으로 직접 확인하기 어렵거나 위험성이 크기 때문에 레벨계측 시스템이 반드시 필요하다. 따라서 레벨계측 시스템은 비단 선박에서만 사용되는 것은 아니다. 발전소/제철소/석유화학 공장 등 위험성이 큰 공장에서도 활용되고 있으며, 공장의 자동화 및 선박의 안전운항을 돕고 있다.

국내 대형 조선사 대부분을
고객으로 확보 중, 일본/중국/동남아
등으로 수출도 활발

동사는 절반 이상의 매출이 선박용 원격 자동 측정/경보 시스템에서 발생하고 있다. 지난해 기준 매출 비중은 선박용 원격 자동측정 시스템 약 34%, 선박용 원격경보 시스템 약 13%, 일반 경보 및 측정장치 27%, 밸브원격자동 개폐시스템(VRC) 16%, 기타(LED 등) 10%로 구성되어 있다. 현대중공업/현대미포조선/삼성중공업/대우조선해양 등 국내 대형 조선사 대부분을 고객으로 확보 중이며, 원격 레벨계측 시스템의 특성상 주문제작에 의한 제품이 많아 일본/중국/동남아 등으로 수출도 이뤄지고 있다.

레벨계측 시스템 선박 적용 사례



자료 : 한라IMS, SK 증권

‘선박 평형수 처리 설비(BWTS)’에 주목

한라IMS는 2015년
해양수산부로부터 ‘선박 평형수
처리 설비(BWTS)’ 형식 승인을
마침

‘선박 평형수’란 선박의 무게중심을
잡기 위해 선박 Tank에 담은
바닷물, 해양 생태계 파괴의
원인으로 꼽힘

해양 생태계 파괴를 막기 위한
‘선박평형수관리협약(BWMC)’이
오는 9월 정식 발효될 예정

한라IMS가 지난 2015년 해양수산부로부터 형식 승인을 받은 ‘선박 평형수 처리 설비(BWTS)’에 주목할 필요가 있다. ‘선박 평형수’란 선박의 무게 중심을 맞추어 선박이 복원력과 추진력을 안정적으로 유지할 수 있도록 도움을 주는 바닷물을 말한다. 무거운 화물을 싣고 다니는 대부분의 선박들은 화물을 싣지 않았을 때 선박이 물에 잠기는 깊이가 낮아져 무게중심이 높아진다는 단점이 있다. 이를 보완하기 위해 ‘밸러스트 탱크(Ballast Tank)’라고 불리는 선박 Tank에 바닷물을 채워 무게중심을 맞추게 된다. 하지만 이 때문에 선박 평형수가 해양 생태계를 파괴시키는 주범으로 몰리고 있다. 예를 들어 우리나라 부산항에서 다량의 컨테이너 하역을 마친 컨테이너선이 부산 앞바다에서 평형수를 가득 싣고 태평양을 건넌다고 가정했을 경우, 바닷물과 함께 우리나라의 다양한 해양 생물들도 함께 태평양을 건너 새로운 환경에 노출되게 된다. 이 때 강한 생존력과 번식력을 갖고 있는 해양 생물의 경우 기존의 해양 생태계를 위협하게 된다.

지난 2004년부터 국제해사기구(IMO)는 선박 평형수로 인한 해양 생태계 파괴를 막기 위한 협약을 준비해왔다. 해외에서 입항하는 선박의 경우 수심 200m가 넘는 공해상에서 선박 평형수를 교환하거나, 선박 평형수 처리 설비(오존식/전기분해식/자외선식)를 설치하여 평형수 내에 존재하는 모든 해양 생물들을 제거하는 것이 주요 골자이다. 지난해 9월, IMO의 ‘선박평형수관리협약(BWMC)’의 발효 조건이 충족됨에 따라 오는 9월 8일부터 공식적으로 협약이 발효될 예정이다. 현재 평형수 처리 설비(BWTS)의 설치가 필요한 선박은 약 5만여척으로 추정되며, 2022년 국제오염방지설비 정기검사 전까지 설비 장착을 완료해야 한다.

선박평형수(Ballast Water)의 유입과 유출 과정



출처 : Venteville, SK 증권

평형수 처리 설비의 부족, 도크의 부족 등 현존 문제가 많이 남아있음. 발효 연기 가능성 대두

변수는 있다. ① 평형수 처리 설비(BWTS) 설치 대상 선박 수에 비해 세계적으로 공인을 받은 장비의 개수가 부족하고 ② 장비 설치를 위한 도크 수가 부족하며 ③ 장비를 설치하고자 하는 선박이 정기검사 직전에 많이 몰려들 가능성이 높다는 것이다. 때문에 세계 각국에서는 IMO 측에 평형수 처리 설비(BWTS) 설치 의무 기간을 연장해 달라는 요청을 꾸준히 해왔다. 올해 7 월 개최되는 IMO 해양환경보호위원회에서 그 결과가 발표될 예정이다. 현재까지는 기간 연장이 될 가능성이 높아 보이지만, 많이 늦춰지는 않을 것이라는 의견이 중론이다.

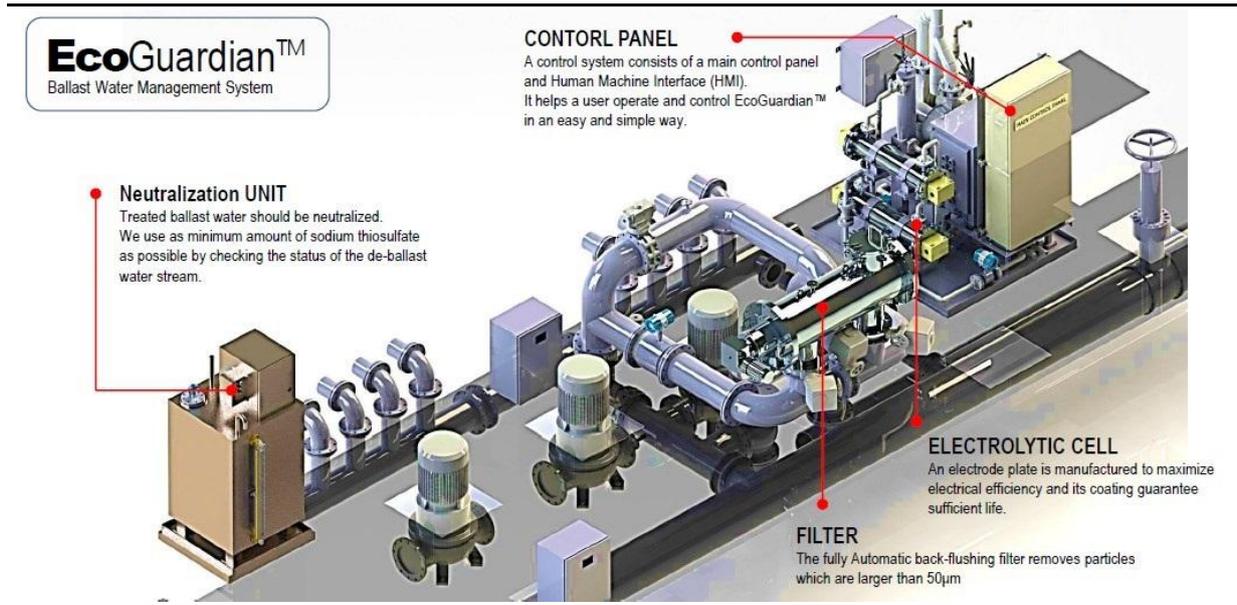
하지만 평형수 처리 설비 부착은 당면과제라 할 수 있다. 실제로 지난해 말 현존선 첫 수주가 이루어졌다. 아직은 남아있는 오염방지 설비 검사 기간, 발효 연기 가능성 때문에 본격적인 움직임은 없지만, 해운 업계의 Turn-around 와 함께 발빠른 선주들의 준비가 시작되었다는 점에서는 고무적이라 할 수 있다. 물론 새로 건조하는 선박들은 평형수 처리 설비(BWTS)가 의무 설치되고 있다.

결국 기존 선박들의 평형수 처리 설비(BWTS) 부착은 당면과제라 할 수 있다. 실제로 지난해 말 현존선 첫 수주가 이루어졌다. 아직은 남아있는 오염방지 설비 검사 기간, 발효 연기 가능성 때문에 본격적인 움직임은 없지만, 해운 업계의 Turn-around 와 함께 발빠른 선주들의 준비가 시작되었다는 점에서는 고무적이라 할 수 있다. 물론 새로 건조하는 선박들은 평형수 처리 설비(BWTS)가 의무 설치되고 있다.

동사의 레벨계측 시스템을 도입한 선주들의 BWTS 추가 도입 가능성 높음

동사는 약 8 천여대가 넘는 선박들을 대상으로 레벨계측 시스템을 보급한 reference 를 보유하고 있다. 기존 고객 선주들을 대상으로 한 평형수 처리 설비(BWTS) 영업 및 수주 가능성이 높기 때문에, 향후 IMO 회의결과 및 수주 추이에 대한 지속적인 모니터링이 필요한 시점이다.

선박 평형수 처리 설비(BWTS, Ballast Water Treatment System)



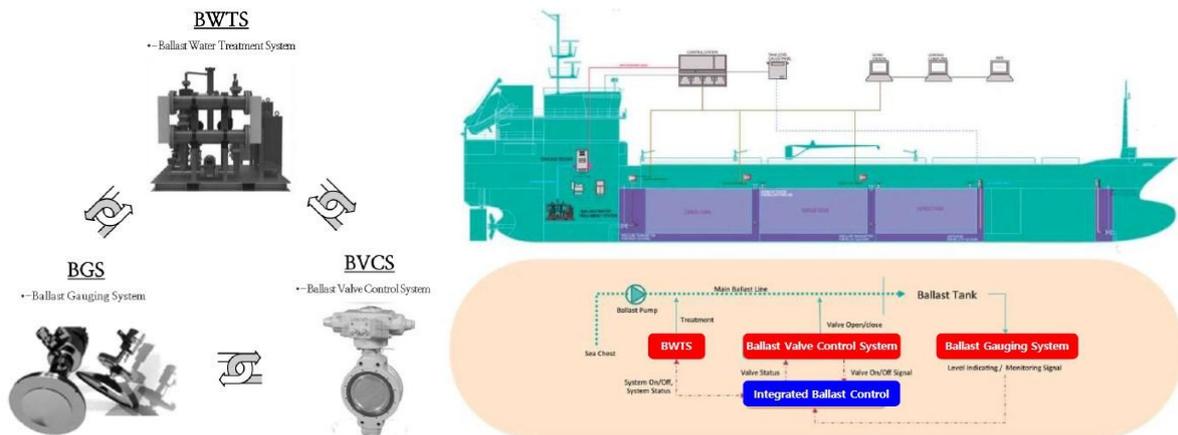
자료 : 한라IMS, SK 증권

3 박자가 맞아 떨어지는 사업구조

기존 사업 부문과 함께 평형수 관련
통합 패키지 솔루션 제공 가능

동사는 평형수의 측정과 자동 밸브 조절, 그리고 평형수 오염 처리까지 가능한 3Ballast(BWTS, BVCS, BGS) 패키지 솔루션 제공을 계획하고 있다. 이것이 가능한 이유는 M/S 1 위를 달리고 있는 레벨계측 사업 부문과, 중국 시장에서의 성장을 토대로 국내 조선사로 점유율을 확대하고 있는 VRC(Valve Remote Control) 사업부문을 이미 보유하고 있기 때문이다. 장비 생산뿐만 아니라 관련 Operating System 을 보유하고 있기 때문에, 선주들에게 필요한 평형수 관련 One-Stop Solution 제공이 가능하다. 기존에 동사의 레벨계측 시스템을 도입한 선주들의 평형수 처리 설치(BWTS) 추가 수주 가능성이 높은 이유도 이 때문이다.

3 Ballast(BWTS, BVCS, BGS) 패키지 솔루션



자료 : 한라IMS, SK 증권

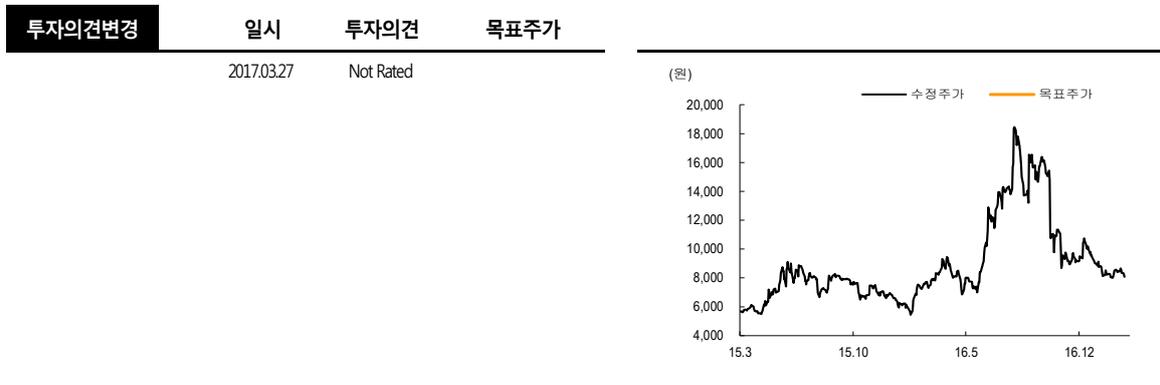
무난한 매출 회복 가능할 것

전방 산업의 침체로 인한 매출 감소 불가피 했으나, 연구개발비 증가 등으로 인한 이익 감소폭 컸음

변수는 있지만 VRC, BWTS 중심의 매출 회복 기대, 수주 현황에 대한 모니터링 필요

지난해 매출액은 전년 동기 대비 약 9.7% 감소한 425 억원, 영업이익은 42.1% 감소한 24 억원을 기록했다. 전방 산업의 침체로 인한 매출액 감소도 불가피 했지만, 평형수 처리 설비(BWTS) 및 기타 신기술 개발을 위한 연구개발비도 증가하면서 영업이익의 감소폭이 컸다.

올해는 VRC 부문과 평형수 처리 설비(BWTS) 중심의 성장이 기대된다. 중국向 매출 비중이 높았던 VRC 부문은 지난해 국내 조선사 벤더 등록을 마친 상태다. BWTS 도 지난해 현존선 첫 수주가 시작됨에 따라 선박평형수관리협약의 발효 이후가 기대되는 상황이다. 단, 아직까지는 발효 시점 연기 등 변수가 남아있기 때문에 수주 현황에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.3%	중립	3.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016
유동자산	477	556	525	498
현금및현금성자산	187	76	118	92
매출채권및기타채권	46	48	71	73
재고자산	57	88	97	74
비유동자산	339	306	398	415
장기금융자산	2	1	3	29
유형자산	203	202	289	282
무형자산	29	28	27	24
자산총계	816	862	923	913
유동부채	61	110	110	98
단기금융부채	27	56	58	57
매입채무 및 기타채무	22	34	27	27
단기충당부채			0	0
비유동부채	206	166	155	120
장기금융부채	199	165	153	118
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0
장기충당부채			0	0
부채총계	268	276	266	219
지배주주지분	549	586	658	694
자본금	45	46	49	50
자본잉여금	136	143	162	182
기타자본구성요소	-1	-13	-14	-18
자기주식	-1	-13	-14	-18
이익잉여금	369	411	464	489
비지배주주지분			0	0
자본총계	549	586	658	694
부채외자본총계	816	862	923	913

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	4	14	17	37
당기순이익(손실)	10	43	57	35
비현금성항목등	7	1	6	9
유형자산감가상각비	12	10	11	10
무형자산감가상각비	3	3	3	3
기타	-8	-12	-6	-1
운전자본감소(증가)	-21	-35	-39	4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	7	-3	-22	0
재고자산감소(증가)	-19	-31	-9	23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	9	-7	2
기타	0	-16	-2	-21
법인세납부		0	-6	-11
투자활동현금흐름	-78	-115	24	-39
금융자산감소(증가)	-49	-166	109	-42
유형자산감소(증가)	-35	6	-100	-3
무형자산감소(증가)	-4	-2	-2	-2
기타			17	9
재무활동현금흐름	107	-10	1	-24
단기금융부채증가(감소)	5	28	3	-1
장기금융부채증가(감소)	103	-38	-15	-35
자본의증가(감소)		8	20	20
배당금의 지급			-4	-9
기타		3	-3	1
현금의 증가(감소)	33	-111	42	-26
기초현금	154	187	76	118
기말현금	187	76	118	92
FCF	-58	0	-84	31

자료 : 한라IMS, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016
매출액	346	421	471	425
매출원가	267	300	324	295
매출총이익	79	121	147	130
매출총이익률 (%)	22.8	28.7	31.2	30.6
판매비와관리비	95	99	105	106
영업이익	-16	22	42	24
영업이익률 (%)	-4.6	5.2	9.0	5.7
비영업손익	21	26	20	11
순금융비용	-4	-3	-1	-3
외환관련손익	9	1	2	1
관계기업투자등 관련손익	5	0	6	2
세전계속사업이익	5	48	62	35
세전계속사업이익률 (%)	1.5	11.3	13.2	8.3
계속사업법인세	-5	5	5	0
계속사업이익	10	43	57	35
중단사업이익			0	0
*법인세효과			0	0
당기순이익	10	43	57	35
순이익률 (%)	3.0	10.2	12.1	8.2
지배주주	10	43	57	35
지배주주귀속 순이익률(%)	3.01	10.15	12.08	8.2
총포괄이익	11	41	56	28
지배주주	11	41	56	28
비지배주주			0	0
EBITDA	-1	35	56	38

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)				
매출액	-10.6	21.6	11.8	-9.7
영업이익	적전	흑전	93.4	-42.2
세전계속사업이익	-80.6	801.6	30.1	-43.1
EBITDA	적전	흑전	61.6	-32.3
EPS(계속사업)	-62.0	307.7	26.3	-41.0
수익성 (%)				
ROE	1.9	7.5	9.2	5.2
ROA	1.4	5.1	6.4	3.8
EBITDA마진	-0.4	8.2	11.9	8.9
안정성 (%)				
유동비율	776.4	505.4	474.9	505.4
부채비율	48.8	47.0	40.4	31.5
순차입금/자기자본	-25.6	-31.9	-21.0	-23.5
EBITDA/이자비용(배)	-0.2	3.9	7.9	8.2
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	116	472	595	351
BPS	6,110	6,497	6,731	6,873
CFPS	276	613	740	488
주당 현금배당금		50	100	60
Valuation지표 (배)				
PER(최고)	41.9	13.4	15.3	52.5
PER(최저)	29.4	9.0	8.5	15.5
PBR(최고)	0.8	1.0	1.4	2.7
PBR(최저)	0.6	0.7	0.8	0.8
PCR	15.2	8.4	9.1	19.3
EV/EBITDA(최고)	-224.6	11.0	13.0	44.3
EV/EBITDA(최저)	-125.6	5.6	5.9	9.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

자본금	219 억원
발행주식수	3,837 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,318 억원
주요주주	
윤종국(외3)	64.27%
현대기업금융(주)	12.70%
외국인지분률	140%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(17/03/27)	3,360 원
KOSPI	2155.66 pt
52주 Beta	1.17
52주 최고가	4,195 원
52주 최저가	2,585 원
60일 평균 거래대금	5 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.8%	9.6%
6개월	-6.5%	-11.6%
12개월	-2.1%	-9.9%

세진중공업 (075580/KS | Not Rated)

누구보다 빠른 반등이 가능하다

- Deck House, LPG Tank, Upper Deck 등 초대형 조선기자재 전문 기업
- 현대중공업, 현대미포조선 등 대형 조선사 주요 고객처로 확보 중
- LPG, LNG 소비 증가로 에너지 운반선에 대한 발주 증가, LPG Tank 수요 증가 예상
- 신제품 개발 및 M&A를 통한 사업 부분 확대 계획 중
- 수주 증가와 일회성 비용 요인 제거로 빠른 실적 회복세 보일 것으로 판단

꼭 필요한 조선기자재 전문 기업

세진중공업은 선교, 선실 등이 밀집해 있는 Deck House와 액화프로판/액화부탄 등을 저장하는 LPG Tank, 선박 전체를 덮는 상갑판인 Upper Deck 등을 생산하는 초대형 조선기자재 전문 기업이다. 지난해 기준 매출 비중은 LPG Tank 약 43%, Deck House 약 39%, Upper Deck 약 17%, 기타 약 1%로 구성되어 있다. 현대중공업과 현대미포조선을 중심으로 STX 조선해양, 대우조선해양 등 대형 조선사를 주요 고객처로 확보하고 있다.

전방산업의 회복과 사업 다각화 시도

유가 상승으로 인한 미국 셰일오일/가스 공급 증가와 아시아 지역의 LPG, LNG 소비 증가로 에너지 운반선에 대한 발주가 늘고 있는 것으로 보인다. 특히 LPG Tanker의 발주 증가는 동사의 주요 고객인 현대미포조선의 수혜로 이어질 가능성이 높고, 동사의 제품 수주도 늘어날 것으로 판단된다. 또 해양 환경 보호 규제에 의한 선박용 탈황설비(EGCS), 평형수 처리장치(BWTS) 등의 수요 증가가 예상된다. 이에 발맞춰 동사는 신제품 개발 및 M&A를 통한 사업 부분 확대를 계획 중이다.

올해 빠른 실적 회복세 보일 것

지난해는 전방 산업 부진으로 인한 매출 감소와 함께 사업 부문 구조조정의 여파로 인한 이익 감소 현상이 나타났다. 올해는 동사가 가장 특화되어 있는 LPG Tanker 건조량 증가가 기대됨에 따라, 매출 성장과 함께 일회성 비용 요인 제거로 인한 이익 회복이 함께 나타날 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016
매출액	억원	3,946	5,679	4,533	4,274
yoy	%	12.2	23.3	-20.2	-5.7
영업이익	억원	111	333	354	197
yoy	%	-11.0	52.9	6.3	-44.2
EBITDA	억원	238	421	454	299
세전이익	억원	11	217	243	143
순이익(지배주주)	억원	4	153	198	141
영업이익률%	%	2.8	5.9	7.8	4.6
EBITDA%	%	6.0	7.4	10.0	7.0
순이익률	%	0.1	3.2	5.3	4.6
EPS	원	13	443	405	131
PER	배		0.0	7.6	23.9
PBR	배		0.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	10.1	0.0	8.6	9.8
ROE	%	0.4	14.0	15.1	9.3
순차입금	억원	2,401	2,857	2,422	1,716
부채비율	%	285.4	278.9	205.6	131.0

초대형 조선기자재 전문 기업

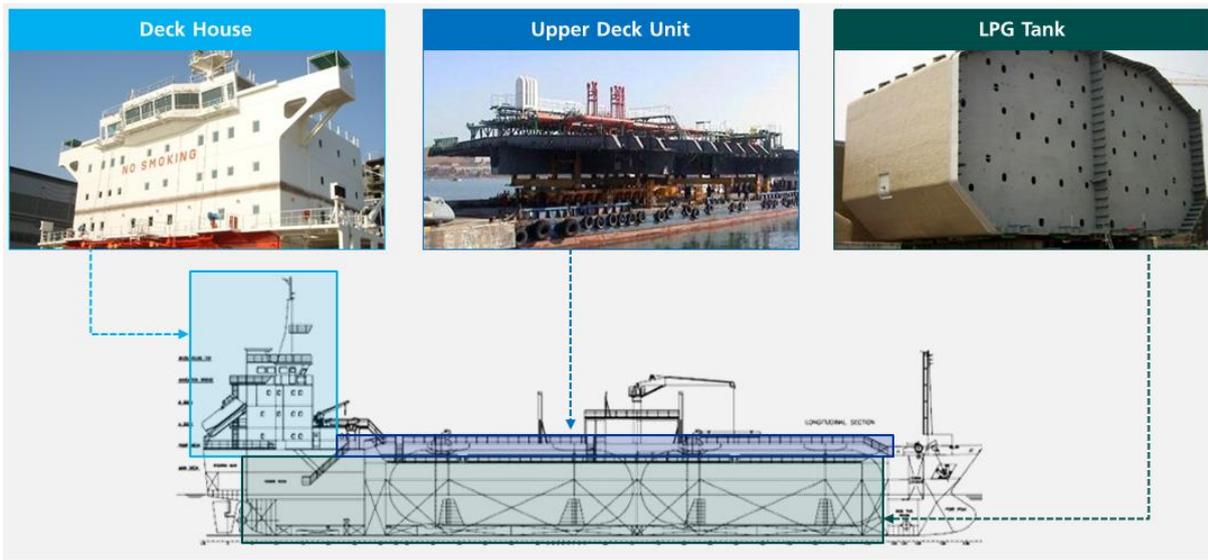
Deck House, LPG Tank 등 초대형 조선기자재 전문기업 현대중공업과 현대미포조선을 중심으로 대형 조선사들을 주요 고객처로 확보 중

세진중공업은 Deck House, LPG Tank, Upper Deck 등 초대형 조선기자재 전문 기업이다. 지난해 기준 매출 비중은 LPG Tank 약 43%, Deck House 약 39%, Upper Deck 약 17%, 기타 약 1%로 구성되어 있다.

Deck House 는 선원들의 생활 공간을 비롯하여 항해에 필요한 중요 시설이 밀집해는 곳을 말한다. 선박을 조종하는 선교(조타실, Bridge)가 있는 곳이며, 선박의 규모에 따라 4~9층 규모로 구성되어 있다. LPG Tank 는 액화프로판이나 액화부탄 등을 전문적으로 수송하는 배에 설치하는 저장 용기를 말한다. 누출 및 폭발 등 위험성이 높아 조선사들이 자체 제작을 해왔으나, 동사는 2005년 초도 납품 이후 LPG Tank 제작 기술력을 인정받아 현대중공업과 현대미포조선의 LPG Tank 대부분을 수주 생산 중이다. Upper Deck 은 선박 선체를 덮는 상갑판을 말하며, 각종 기계장비 및 배관 등이 배치되어 있는 부분이다. 단순 상갑판 뿐만 아니라 선박의 종류에 맞는 다양한 Upper Deck 을 생산 중이며 특히 LPG Tank 와 같은 석유/화학 운반선에 장착되는 Upper Deck 을 전문 제작 중이다.

현대중공업과 현대미포조선을 중심으로 STX 조선해양, 대우조선해양 등 대형 조선사를 주요 고객처로 확보하고 있다. 지난해 기준 현대중공업과 현대미포조선向 매출 비중은 약 78%로 상당 부분을 차지하고 있으며, 자회사 세진베트남을 통해 현대비나신으로의 납품도 이루어지고 있다.

세진중공업 주요 제품 현황



자료 : 세진중공업 SK 증권

전방산업의 회복이 보인다

조선산업의 분업화로 인해
조선기자재 업체들은 전방 산업의
업황에 따라 변동이 심함

조선산업은 선박 건조기간 단축 및 부지/인력의 효율적 활용을 위한 분업화가 철저하게 이루어져 있다. 이에 조선기자재 업체들의 부문별 기술력 확보를 위한 경쟁이 지금 까지도 이어지고 있다. 동사의 경우 LPG Tank 및 Deck House 부문에서 확실한 경쟁 우위를 점한 것으로 판단된다. 조선기자재 업체들은 조선사의 선박 건조량 및 수주량에 따라 실적이 달라지는 만큼, 조선 업황에 따라 크게 변동된다. 동사는 주요 거래처인 현대중공업과 현대미포조선의 수주 및 건조량에 민감할 수 밖에 없다.

현대미포조선의 LPG Tanker 수주
회복, 에너지 운반선에 대한 발주가
전반적으로 회복 중

그런데 그 동안 수주절벽이라고 일컬어지던 조선 시장에서 탱커선과 가스선 수주 소식이 조금씩 들리고 있다. 유가 상승으로 인한 미국의 셰일오일/가스 공급 증가와 아시아 지역의 LPG, LNG 소비 증가로 에너지 운반선에 대한 발주가 늘고 있기 때문이다. LPG Tanker의 발주 증가는 곧 동사의 주요 고객사인 현대미포조선의 수혜로 이어진다. 실제로 현대미포조선의 LPG Tanker 건조도 2015년을 저점으로 회복되는 중이다.

뿐만 아니라 BDI 지수의 반등과 각종 운임의 상승, 환경 규제에 의한 노후 선박의 교체 수요 등 신규 선박 건조를 위한 긍정적인 신호들이 이어지고 있다. 조선 업황 회복에 따른 수혜를 기대해 볼 만하다.

현대미포조선 LPG Tanker 건조 추이

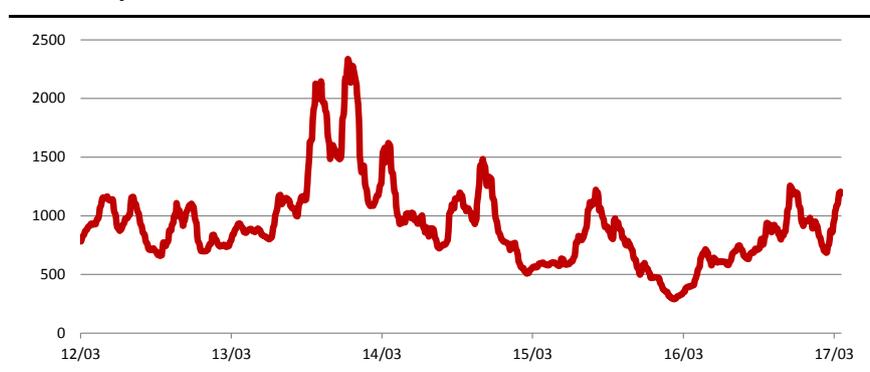
(단위: 척)

	2013	2014	2015	2016	2017
Global 건조량	28	25	35	57	47
현대미포조선 건조량	5	10	2	13	23

자료 : Clarkson, 현대미포조선, SK 증권

주 : 2016년 기준

BDI(Baltic Dry Index) 지수 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

사업 다각화 시도는 계속

선박용 탈황설비, 평형수 처리 설비 등 사업 다각화를 위한 시도 지속, 신제품 개발 및 M&A 가능성 대두

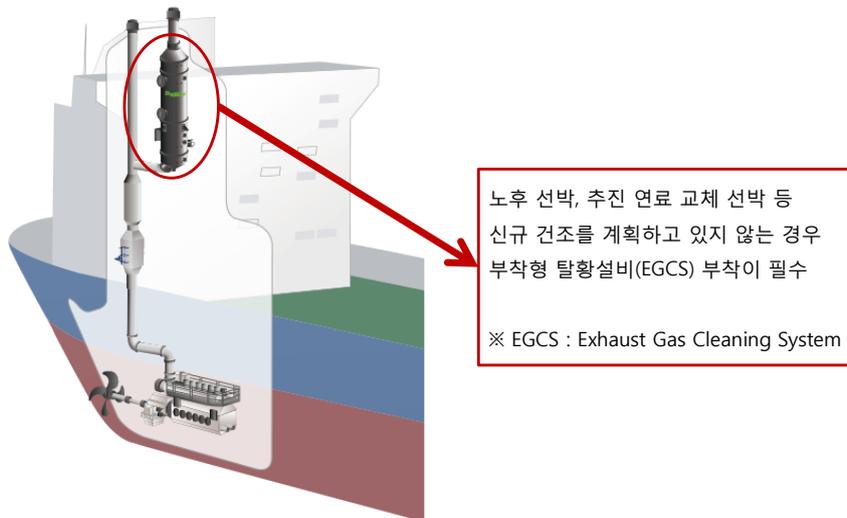
지난해 국제해사기구(IMO)에서는 해양 환경 보호를 위한 선박 연료 황산화물(Sox) 허용 비율을 0.5%로 낮추고, 평형수 처리장치에 대한 규제 내용을 최종 결정했다. 선박용 탈황설비(EGCS) 수요 또는 LNG 연료 신규 선박 수주 등이 늘어날 것으로 예상된다. 평형수 처리에 대한 규제도 오는 9월부터 발효를 앞두고 있어 평형수 처리장치(BWTS)에 대한 수요 증가도 예상된다. 이에 발맞춰 동사의 선박용 탈황설비(EGCS), 평형수 처리장치(BWTS) 등 사업 다각화를 위한 시도는 계속되고 있다. 신제품 개발은 물론 M&A 를 통한 사업 부문 확대가 기대되는 부분이다.

선박평형수(Ballast Water)의 유입과 유출 과정



출처 : Venteville, SK 증권

선박 탈황설비(EGCS) 예시



자료 : PANASIA, SK 증권

누구보다 빠른 회복 가능

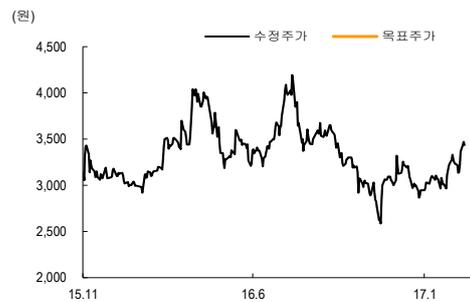
지난해 해양플랜트 부문의 부진으로 인한 구조조정 비용 반영 올해는 LPG Tanker 건조량 증가로 인한 빠른 회복세 보일 것

2016년 매출액은 전년동기 대비 5.7% 감소한 4,274 억원, 영업이익은 44.2% 감소한 197 억원을 기록했다. 전방 산업 부진으로 인한 매출 감소와 함께 해양플랜트(Living quarter) 부문의 부진 여파로 선제적인 구조조정을 단행함에 따라 일시적인 비용이 늘어났다.

올해는 수주 회복에 따른 매출 성장과 일회성 비용 요인 제거로 인한 이익률 회복이 함께 나타날 것으로 판단된다. 특히 동사가 가장 특화되어 있는 LPG Tanker 건조량 증가가 기대됨에 따라 여타 조선기자재 업체들보다 빠른 실적 회복이 가능할 것으로 전망된다.

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.03.27	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.3%	중립	3.7%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016
유동자산	1,170	1,914	1,809	1,021
현금및현금성자산	3	111	177	27
매출채권및기타채권	311	756	363	155
재고자산	701	891	1,174	748
비유동자산	2,744	3,304	3,393	2,637
장기금융자산	54	50	50	34
유형자산	2,377	3,039	3,143	2,527
무형자산		131	131	34
자산총계	3,914	5,218	5,203	3,659
유동부채	1,741	2,565	2,211	1,497
단기금융부채	1,316	1,758	1,365	1,192
매입채무 및 기타채무	384	669	518	286
단기충당부채			13	0
비유동부채	1,157	1,276	1,289	577
장기금융부채	1,138	1,235	1,242	559
장기매입채무 및 기타채무		4	1	0
장기충당부채		4	4	4
부채총계	2,898	3,841	3,500	2,075
지배주주지분	1,016	1,171	1,459	1,584
자본금	200	205	219	220
자본잉여금		10	88	93
기타자본구성요소		0	1	1
자기주식			0	0
이익잉여금	817	956	1,151	1,270
비지배주주지분		206	243	0
자본총계	1,016	1,377	1,702	1,584
부채외자본총계	3,914	5,218	5,203	3,659

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016
영업활동현금흐름	327	200	584	258
당기순이익(손실)	4	179	238	197
비현금성항목등	142	284	348	287
유형자산감가상각비	128	87	99	101
무형자산감가상각비		1	1	1
기타	14	196	85	29
운전자본감소(증가)	181	-128	29	-110
매출채권및기타채권의 감소(증가)	187	-276	324	100
재고자산감소(증가)	15	-6	-289	244
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	46	148	-140	-133
기타	307	-546	134	-321
법인세납부		-3	-30	-115
투자활동현금흐름	-183	-112	-237	94
금융자산감소(증가)	-3	63	22	-38
유형자산감소(증가)	-131	-104	-230	-88
무형자산감소(증가)		-2	-2	0
기타	24	93	-27	219
재무활동현금흐름	-156	-23	-282	-349
단기금융부채증가(감소)	-174	-208	-569	-197
장기금융부채증가(감소)	18	169	315	-42
자본의증가(감소)		15	90	10
배당금의 지급		0	-2	-41
기타			-117	-79
현금의 증가(감소)	-11	65	66	-150
기초현금	14	46	111	177
기말현금	3	111	177	27
FCF	217	N/A(IFRS)	353	266

자료 : 세진중공업, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016
매출액	3,946	5,679	4,533	4,274
매출원가	3,646	5,113	4,008	3,876
매출총이익	300	567	525	398
매출총이익률 (%)	7.6	10.0	11.6	9.3
판매비와관리비	190	234	171	201
영업이익	111	333	354	197
영업이익률 (%)	2.8	5.9	7.8	4.6
비영업손익	-100	-116	-111	-54
순금융비용	111	129	86	61
외환관련손익	6	3	0	10
관계기업투자등 관련손익	9		0	0
세전계속사업이익	11	217	243	143
세전계속사업이익률 (%)	0.3	3.8	5.4	3.4
계속사업법인세	6	38	58	38
계속사업이익	4	179	184	106
중단사업이익			54	91
*법인세효과			0	0
당기순이익	4	179	238	197
순이익률 (%)	0.1	3.2	5.3	4.6
지배주주	4	153	198	141
지배주주귀속 순이익률(%)	0.11	2.7	4.37	3.31
비지배주주		26	40	55
총포괄이익	4	165	235	205
지배주주	4	141	195	147
비지배주주		23	41	58
EBITDA	238	421	454	299

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016
성장성 (%)				
매출액	12.2	N/A(IFRS)	-20.2	-5.7
영업이익	-11.0	N/A(IFRS)	6.3	-44.2
세전계속사업이익	흑전	N/A(IFRS)	11.7	-41.0
EBITDA	-7.0	N/A(IFRS)	7.8	-34.0
EPS(계속사업)	흑전	N/A(IFRS)	-8.6	-67.6
수익성 (%)				
ROE	0.4	N/A(IFRS)	15.1	9.3
ROA	0.1	N/A(IFRS)	4.6	4.4
EBITDA마진	6.0	7.4	10.0	7.0
안정성 (%)				
유동비율	67.2	74.6	81.8	68.2
부채비율	285.4	278.9	205.6	131.0
순차입금/자기자본	236.4	207.5	142.3	108.4
EBITDA/이자비용(배)	2.0	3.1	5.0	4.7
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	13	443	405	131
BPS	2,952	3,304	3,810	4,133
CFPS	384	696	834	636
주당 현금배당금			100	100
Valuation지표 (배)				
PER(최고)			8.5	32.0
PER(최저)			7.6	19.7
PBR(최고)			0.9	1.0
PBR(최저)			0.8	0.6
PCR			3.7	4.9
EV/EBITDA(최고)	10.2	7.4	8.9	11.2
EV/EBITDA(최저)	10.2	7.4	8.6	9.1

memo
